

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**UMA REVISÃO CRÍTICA DO PLANO REAL
(1993 – 1998): ANTECEDENTES, ETAPAS E
RESULTADOS**

CRISTINA BRAGA BOMFIM
matrícula nº: 103101660

ORIENTADOR(A): Prof. Eduardo Figueiredo Bastian

AGOSTO 2015

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**UMA REVISÃO CRÍTICA DO PLANO REAL
(1993 – 1998): ANTECEDENTES, ETAPAS E
RESULTADOS**

CRISTINA BRAGA BOMFIM
matrícula nº: 103101660

ORIENTADOR(A): Prof. Eduardo Figueiredo Bastian

AGOSTO 2015

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do(a) autor(a)

Dedico este trabalho a minha querida mãe Silvia, que tanto amo e admiro.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer ao meu orientador, o professor Eduardo Figueiredo Bastian, pela atenção, paciência e excelente orientação na elaboração deste trabalho.

Agradeço aos Professores do Curso de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro pelos conhecimentos transmitidos em sala de aula.

Aos funcionários da secretaria da graduação do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro: Anna Lucia sempre disposta a ajudar.

Agradeço a minha família, sem o apoio de vocês nada disto seria possível. Agradeço ao Gabriel por estar sempre ao meu lado me apoiando e incentivando.

RESUMO

O trabalho tem como objetivo revisitar o Plano Real, uma bem sucedida estratégia de estabilização dos preços adotada no Brasil em 1993, e analisar criticamente os principais resultados alcançados. Este plano se diferenciou das propostas ortodoxas e heterodoxas, pois consistia na adoção de um novo padrão monetário, de ajuste fiscal e de um regime de âncoras nominais para dar continuidade ao processo de estabilização. Também será apresentada a teoria da inflação inercial que ganhou o espaço ocupado pelas teorias de estabilização tradicionais na explicação da causa da inflação brasileira. Por fim, é apresentado que a estabilidade de preços foi alcançada, porém foi acompanhada por algumas consequências negativas.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	9
CAPÍTULO 1 - O PERIODO QUE PRECEDE O PLANO REAL	12
1.1 - EVOLUÇÃO HISTÓRICA E CONTEXTO ECOCÔMICO DA ÉPOCA	12
1.2 - A TEORIA DA INFLAÇÃO INERCIAL	15
1.3 - CHOQUE HETERODOXO.....	18
1.4 - PROPOSTA LARIDA: A MOEDA INDEXADA.....	21
1.4.1 - CRITICA AO MODELO DO CHOQUE HETERODOXO	21
1.4.2 - UM PULO DA HIPERINFAÇÃO À ESTABILIDADE DE PREÇOS	22
1.4.3 - UMA NOVA PROPOSTA	24
1.5 - MODELOS DE DOLARIZAÇÃO.....	26
1.5.1 - BREVE DESCRIÇÃO DOS QUATROS MODELOS DE DOLARIZAÇÃO ESTUDADOS POR ANDRÉ LARA RESENDE	26
1.5.2 - MODELO CAVALLO (1991): PROGRAMA ARGENTINO DE ESTABILIZAÇÃO	27
1.5.3 - MODELO DE <i>CURRENCY BOARD</i> NO BRASIL	28
1.5.3.1 - DIFICULDADES PARA APLICAÇÃO DO MODELO ARGENTINO NO BRASIL	28
1.5.3.2 - LARA RESENDE (1992): UMA PROPOSTA DO <i>CURRENCY BOARD</i> NO BRASIL.....	29
1.5.3.3 - QUAL AS DIFICULDADES DO MODELO PROPOSTO POR LARA RESENDE (1992).....	31
CAPÍTULO 2 - O PLANO REAL.....	32
2.1 - PRIMEIRA FASE: O AJUSTE FISCAL.....	33
2.2 - SEGUNDA FASE: A REFORMA MONETÁRIA	35
2.3 - TERCEIRA FASE: AS ÂNCORAS NOMINAIS	37
2.3.1 - ÂNCORA MONETÁRIA	37
2.3.2 - ÂNCORA CAMBIAL	39
CAPÍTULO 3 - CONSEQUÊNCIAS DO PLANO REAL.....	44
3.1 - O PLANO REAL TEVE SUCESSO NO COMBATE À INFLAÇÃO BRASILEIRA?	44
3.2 - OS <i>EFEITOS COLATERAIS</i> DO PLANO REAL.....	47
3.2.1 - DESEQUILIBRIO EXTERNO	48
3.2.2 - PROBLEMAS NO LADO REAL DA ECONOMIA.....	52
3.2.3 - DESEQUILIBRIO FISCAL	55
CONCLUSÃO.....	59
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	61

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICOS

Gráfico 1 – Taxa de Inflação anual (IGP-DI): 1970 - 1979	13
Gráfico 2 – Taxa de Inflação mensal (IPCA): 1993 -1998	45
Gráfico 3 – Taxa de Inflação mensal bens comercializáveis IPCA mensal: 1993-1998.....	46
Gráfico 4 – Taxa de Inflação mensal bens não comercializáveis IPCA mensal: 1993-1998.	47
Gráfico 5 – Taxa de Câmbio comercial média mensal: 1994 - 1998	49
Gráfico 6 – Taxa de Câmbio real mensal: 1993 - 1998	49
Gráfico 7 – Saldo da Balança Comercial anual: 1993 - 1998	50
Gráfico 8 – Saldo em Transações Correntes anual: 1993 - 1998.....	50
Gráfico 9 – Conta Capital e Financeira anual: 1993 -1998	51
Gráfico 10 – Reservas Internacionais mensal: 1993 - 1998	52
Gráfico 11 – Selic mensal: 1994 - 1998	53
Gráfico 12 – Variação do PIB anual: 1993 - 1998	54
Gráfico 13 – Taxa de desemprego anual: 1993 - 1998	55
Gráfico 14 – Déficit nominal anual: 1994 - 1998.....	56
Gráfico 15 – Dívida Líquida anual: 1994 - 1998	57

INTRODUÇÃO

A monografia tem como objetivo estudar o Plano Real, uma solução bem sucedida de combate à inflação, implementado no Brasil a partir de 1993. A criação da URV, indexador universal e contemporâneo, associada ao regime de metas cambiais foram os principais fatores responsáveis pelo sucesso deste plano.

Das décadas de 1960 a 1990, o Brasil passou por um período de aceleração do ritmo do nível geral dos preços. Apesar da inflação elevada, a prioridade era o crescimento econômico e a inflação era considerada apenas resultado de desequilíbrios econômicos encontrados tipicamente em países em processo de desenvolvimento. O Brasil estava disposto a “*pagar o preço*” em nome do crescimento e desenvolvimento da economia nacional.

No final da década de 1970, em função das duas crises do choque do petróleo, a elevação das taxas de juros internacionais e o aumento da indexação na economia brasileira a inflação sofreu uma aceleração até então nunca vista ultrapassando o patamar de 100% ao ano em 1980.

A inflação ainda era justificada como consequência direta do déficit público e da expansão monetária. Entre 1980 até 1983, a economia brasileira se submeteu ao receituário clássico do FMI, que consistia na adoção de políticas recessivas, ou seja, forte ajuste fiscal e contração monetária. A inflação não cedeu e o diagnóstico, até então explicado pela teoria econômica convencional, abriu espaço para a chamada teoria da inflação inercial, que enfatizava o papel dos mecanismos de indexação nas altas taxas de inflação no Brasil.

O Plano Cruzado, implantado em junho de 1986, foi o primeiro plano de estabilização econômica com características heterodoxas no Brasil, e assim foi iniciado o ciclo dos planos de estabilização, baseada em um congelamento geral de preços.

Nos anos seguintes, foram divulgados planos de estabilização similares (tentaram lidar com a inércia inflacionária através do congelamento de preços), como Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990) e Collor II (1991), todos fracassaram na tentativa de combate a inflação.

O Plano Real lidou de forma diferente com o componente inercial da inflação e considerava o ajuste prévio das contas públicas como necessário, pois, caso contrário, o plano se veria seriamente ameaçado. Ademais, o plano adotou uma estratégia distinta de desindexação em relação aos planos anteriores.

A presente monografia busca revisitar o Plano Real, apresentando as suas origens intelectuais, as etapas de implementação e os seus principais resultados, a partir da análise de um conjunto de indicadores.

Foi realizada uma ampla revisão do posicionamento de diferentes autores como: Edmar L. Bacha, Gustavo H. B. Franco, Paulo Nogueira Batista Jr, Luiz Filgueiras, André de Melo Modenesi, Lavinia de Barros de Castro, Fabio Giambiagi, entre outros. Além de uma análise crítica de indicadores, culminando com as conclusões aqui exaradas, que não apresentam inovações em relação aos trabalhos anteriormente desenvolvidos.

Este trabalho está dividido em três capítulos. No primeiro capítulo, são apresentadas as principais teorias que antecederam o Plano Real e como estas influenciaram em sua formação. Inicialmente, é feita uma contextualização da evolução histórica e econômica. No item seguinte, é apresentado o conceito de teoria da inflação inercial, fenômeno em que a inflação passada é a principal causa da inflação presente. A partir deste novo diagnóstico, serão estudadas as principais propostas anti-inflacionárias: o *choque heterodoxo* de Francisco Lopes, a moeda indexada de André Lara Resende e Persio Arida e o modelo de *Currency Board*.

No capítulo 2, foram investigadas e detalhadas as três fases que caracterizaram o Plano Real: (i) ajuste fiscal, (ii) reforma monetária e (iii) âncora cambial. O ajuste das contas públicas e a reforma monetária serviriam de precondições para o sucesso do

plano, que, posteriormente, se baseou na adoção de âncoras nominais para completar o processo de estabilização.

O último capítulo levanta os principais efeitos do Plano Real durante os primeiros quatro anos. Os resultados são ilustrados através de indicadores que evidenciam a queda expressiva da inflação brasileira, porém associada a uma série de consequências negativas como o desequilíbrio das contas externas, desequilíbrio fiscal e elevação da taxa de desemprego.

CAPITULO 1 – O PERIODO QUE PRECEDE O PLANO REAL

Inicialmente, com o objetivo de contextualizar o trabalho que nos propomos a elaborar, é imprescindível a apresentação dos antecedentes do Plano Real. Esta será feita em 4 etapas: (i) exposição da evolução histórica e da conjuntura econômica típica da época; (ii) apresentação da teoria sobre a inflação inercial, com foco no seu surgimento e significado; (iii) análise do choque heterodoxo, de Francisco Lopes; (iv) a moeda indexada, de Pêrsio Arida e André Lara Resende, estas últimas são as duas soluções mais conhecidas para eliminação da inflação inercial; e (iv) apresentação do debate sobre a conversibilidade da moeda e o *Currency Board*.

1.1) Evolução histórica e contexto econômico da época

O fenômeno da hiperinflação¹ é raro e, até o final da década de 1980, foram identificados 15 casos. Os primeiros episódios foram na metade dos anos 1920 na Alemanha, Áustria, Hungria, Polônia e URSS como consequência direta ou indireta da 1ª Guerra Mundial. Já na década de 1940, atingiu a China, Grécia e, novamente, Hungria, durante ou após a 2ª Guerra Mundial. Nos anos 1980, atingiu 5 países na América Latina (Brasil, Argentina, Bolívia, Nicarágua e Peru) e 2 na Europa Oriental (Iugoslávia e Polônia).

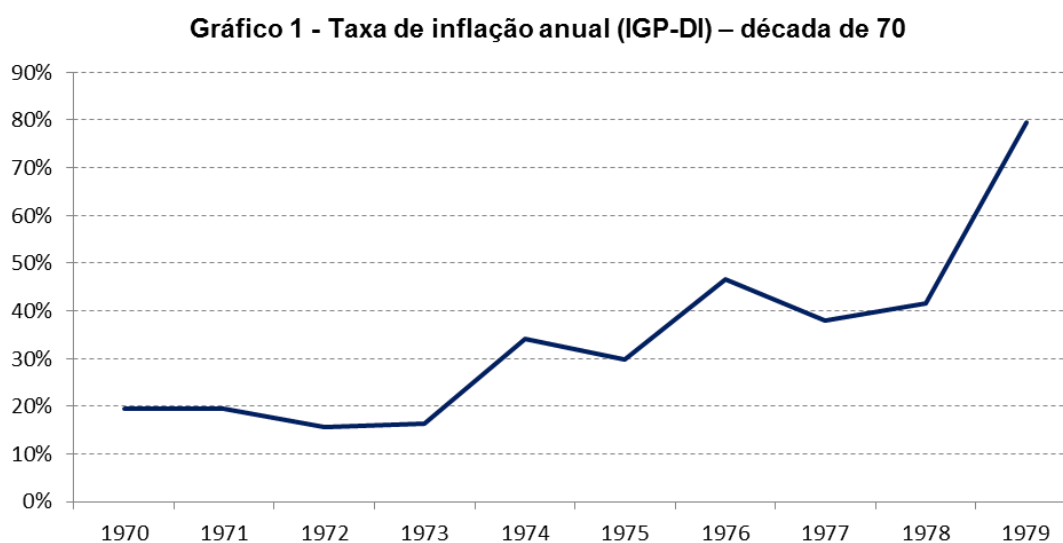
No Brasil, as décadas de 1960 a 1990 são caracterizadas por um período quase contínuo de aceleração da inflação. Durante um período de 1964, a inflação anual alcançou a casa de 100% ao ano. Para combater esta alta, o governo militar adotou medidas autoritárias de controles salariais, complementadas por controles seletivos de preços, resultando em uma queda na inflação para abaixo de 40% durante os anos de 1965 e 1966.

A inflação continuou o seu movimento de queda e, entre 1967 e 1973, estabilizou-se na casa de 20% ao ano. Apesar de a inflação se apresentar relativamente elevada em termos internacionais, esta não impediu o crescimento da economia brasileira

¹ Conceito Hiperinflação: é quando a inflação mensal ultrapassa o valor de 50% ao mês.

que, a partir de 1968, passou por o período do “milagre econômico”, com taxa de crescimento superior a 10% ao ano.

Em 1973, o 1º choque de oferta do petróleo deslocou a curva de oferta agregada para esquerda, elevando a inflação para o patamar de 40% entre 1974 e 1978, conforme gráfico abaixo.



Fonte: FGV/ Conj. Econômica. Disponível em: www.ipeadata.gov.br.

Em 1979, o segundo choque do petróleo somado à redução do intervalo para reajustes dos salários e dos contratos de aluguéis mais a depreciação do Cruzeiro derivou em aceleração da inflação, que ultrapassou a marca dos 100% ao ano em 1980. Devido a este cenário de taxas de inflação crescente, o governo decidiu adotar uma política monetária austera e cortes no déficit do setor público (Arida e Lara Resende, 1986 p 11).

É importante notar que as duas crises do petróleo afetaram os preços relativos de todas as economias mundiais. Foi um choque inflacionário que resultou em um aumento do patamar dos preços em todo o mundo. Porém, no Brasil, já havia um mecanismo que perpetuava a inflação, pois, mesmo após o aumento dos preços em função dos choques do petróleo, a maioria permaneceu em ritmo acelerado de crescimento.

De 1980 a 1981, a inflação se reduziu em apenas 10% (saiu de 110% para 100%), acompanhados desta redução marginal, também se verificou um desemprego rapidamente crescente e um esgotamento dos investimentos públicos e privados. Em 1982, o cenário demonstrava-se cada vez mais grave, pois, apesar da queda da atividade industrial em 7%, a inflação continuou crescendo. Em agosto deste ano, a moratória mexicana suscitou desconfiança internacional em relação aos países subdesenvolvidos, o que dificultou a obtenção de crédito com credores internacionais e resultou em uma crise de liquidez externa no Brasil (Arida e Lara Resende, 1986 p 12).

As autoridades econômicas do Brasil articularam, em 1983, um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI). O programa de ajustamento do FMI foi clássico adotando políticas ortodoxas recessivas que tinha o alvo de restabelecer o equilíbrio interno e externo. Conforme Modenesi (2005, p 232), o receituário do FMI era baseado em: (i) corte de gastos da administração pública federal; (ii) redução do orçamento das empresas estatais; (iii) aperto monetário; e (iv) controle de reajustes salariais por meio de mudanças na legislação.

Como consequência desta política, um dos objetivos, que era o equilíbrio do balanço de pagamentos e o superávit comercial, foi atingindo. Já o PIB brasileiro nunca havia apresentado um desempenho tão ruim, queda de 5% junto com a intensificação do processo inflacionário atingindo 211% neste mesmo ano.

A recessão de 1981 a 1983 foi marcante, pois confirmou que o diagnóstico ortodoxo, que se utilizava até então para explicar a inflação brasileira, – resultado direto do déficit público e expansão monetária – era equivocado (Modenesi, 2005 p 230). Em 1983, houve uma redução significativa do déficit, porém, no lugar de um decréscimo, se verificou uma elevação da inflação que passou de 99,7% ao ano em 1992 para 211,0% em 1993 (Lopes, 1986 p 118).

“A confusão foi alimentada porque a inflação não deu sinal de recuo em 1984 e chega a quase a 230% ao final do ano. A resistência da inflação levou alguns especialistas a concluir erroneamente que o programa de ajustamento de 1980-84 nunca ocorreu. A reversão espetacular a balança comercial de um déficit de US\$ 3,5 bilhões em 1982 para um superávit de US\$ 6 bilhões em 1983 e um superávit de US\$ 12,5 bilhões em 1984 prova

que o ajustamento de fato ocorreu. A economia brasileira está mais saneada do que em 1980 e mais fortalecida. A razão para a resistência da inflação às medidas de austeridade não é o insucesso do programa de ajustamento. Precisa, portanto, ser buscada em outra parte.” (Lara-Resende e Arida, 1986 pp13-14)

Verificada a situação econômica vivida pelo Brasil, passaremos a apresentar a teoria da inflação inercial, que foi a razão para inflação brasileira não ter cedido mesmo após o governo brasileiro ter sido submetido ao receituário do FMI. Reforçando que a inflação brasileira não poderia ser explicada pela teoria econômica tradicional.

1.2) A teoria da inflação inercial

A teoria da inflação inercial ou inercialista representou uma inovação na interpretação do fenômeno inflacionário brasileiro, pois, até então, as teorias que investigavam as causas da inflação concentravam-se nos fatores que aceleravam ou desaceleravam o aumento de preços. Estas teorias foram denominadas como ortodoxas.

Os ortodoxos-monetaristas associavam a inflação à existência de acréscimos excessivos dos meios de pagamento, provenientes do déficit público. Verifica-se um aumento na quantidade de moeda na economia, porém esta não era acompanhada por uma ampliação na oferta de bens e serviços, ocasionando um aumento na demanda que pressiona os preços para cima. A política anti-inflacionária ortodoxa teria como base a redução do déficit público e contenção monetária. Porém, conforme verificamos no item 1.1 deste capítulo, apesar de toda a austeridade com que foi conduzida a política de combate à inflação entre 1981 e 1982, a única consequência visível foi a recessão.

“Ora, o que não se deve esquecer, porém, é que na realidade ninguém sabe como combater uma inflação crônica de 200% ao ano, que já se impregnou completamente no sistema econômico, como as que existem agora no Brasil e na Argentina. Nossa experiência recente já demonstrou claramente que as fórmulas monetárias de controle austero de demanda simplesmente não funcionam, mas é difícil saber o que funciona.” (Lopes, 1986 p 117)

Neste cenário, surgiu a teoria da inflação inercial, cuja ideia básica era a de que, na ausência de choques de oferta e demanda, a inflação poderia persistir devido a um

processo generalizado de indexação. Desta forma, a inflação corrente seria determinada pela inflação passada.

Antes de nos aprofundarmos na teoria inercialista, é imprescindível comentar sobre a teoria estruturalista, pois ambas as correntes buscaram explicações não-ortodoxas para a inflação no Brasil, enfatizando a importância do efeito distributivo da inflação.

A teoria estruturalista foi formulada na Comissão Econômica da América Latina (Cepal) e nas Organizações das Nações Unidas (ONU). Os monetaristas tinham um enfoque macroeconômico e a inflação era resultado dos choques de oferta e demanda. Para os cepalinos, a inflação era um problema setorial. A taxa de inflação de longo prazo resulta do crescimento irregular da produtividade nos diversos setores da economia e da hipótese de constância das participações dos fatores de renda (Cardoso, 1980 p 1).

Celso Furtado recorre ao conceito de inflação neutra do ponto de vista distributivo, noção que seria retomada pelos inercialistas que apontavam a questão distributiva como principal obstáculo à política de estabilização de preços. Em função disto, é evidente a proximidade entre as teorias, caracterizando-se a teoria inercialista como uma extensão do estudo estruturalista na explicação da inflação (Modenesi, 2005 pp 228 -229).

A inflação brasileira, considerada crônica nos anos 1980, era composta principalmente por dois fatores: (i) choques inflacionários, ações dos agentes econômicos visando alterar os preços relativos (exemplos: choque cambial, agrícola); e (ii) tendência inflacionária ou componente inercial, inflação que continua na ausência dos choques inflacionários (Lopes, 1986 p 124).

A tendência inflacionária constitui o resíduo não explicado pelos choques, é a taxa inflacionária que se verificaria caso não existisse qualquer pressão por mudanças, efetiva ou desejada, nos salários e preços relativos.

A teoria inercial pode ser explicada, fundamentalmente, pelo comportamento dos agentes econômicos:

“A ideia básica é que num ambiente cronicamente inflacionário, os agentes econômicos desenvolvem um comportamento fortemente, defensivo na formação de preço, o qual em condições normais consiste na tentativa de recompor o pico anterior de renda real no momento de cada reajuste periódico de preço. Quando todos os agentes adotam esta estratégia de recomposição periódica dos picos, a taxa de inflação existente no sistema tende a se perpetuar: a tendência inflacionária torna-se igual à inflação passada.” (Lopes, 1986 p 124)

Noutras palavras, quando os agentes econômicos buscam recompor o pico prévio de renda real, a inflação assume característica inercial e a inflação corrente reproduz a taxa de inflação passada. Esta é a essência da inflação inercial. (Lara Resende, 1985 p 130)

“A ideia de inflação inercial é muito simples. Quando uma determinada sociedade convive por longo tempo com a inflação, os agentes econômicos desenvolvem uma tecnologia de indexação, ou seja, uma tecnologia para conviver com a inflação defendendo-se de seus efeitos mais nocivos, principalmente os distributivos. [...] O componente inercial da inflação torna-se dominante, e o sistema econômico fica preso na armadilha de uma inflação, cuja principal causa é a própria inflação.” (Lopes, 1986 p 126)

Na época, foram desenvolvidos dois estudos importantes em busca de uma solução para eliminação da crônica e ascendente inflação inercial em resposta ao insucesso das medidas de caráter ortodoxo. Enquanto, Francisco Lopes propôs o *choque heterodoxo*, André Lara Resende e Pêrsio Arida elaboram como alternativa, uma proposta de reforma monetária, conhecida como proposta Larida.

As propostas compartilhavam do diagnóstico que a inflação brasileira era predominantemente inercial e que, portanto não poderia ser extinta através de políticas de austeridade monetária ou fiscal, devido ao seu componente inercial.

“Enquanto não fosse eliminada a inércia inflacionária, a inflação brasileira não poderia ser controlada pela simples adoção de um regime monetário. Em conclusão, eles entediam que a eficácia da política monetária no combate a inflação pressupunha a erradicação de seu componente inercial.” (Modenesi, 2005 p 233)

Apesar de ambas partirem da tese inercialista da inflação e acreditarem que a desindexação era fundamental para estabilização dos preços, consistiam em diferentes terapias para eliminação da inflação brasileira. Conforme o choque heterodoxo, a desindexação se daria pelo congelamento de preços, enquanto a

proposta Larida previa que o equilíbrio monetário seria alcançado pela realização reforma monetária baseada em uma moeda plenamente indexada.

Portanto, o combate à inflação brasileira deveria se basear menos na geração de choques deflacionários e mais em políticas que atuem diretamente sobre a tendência inflacionária (Lopes, 1986 p 123).

1.3) Choque Heterodoxo²

Uma vez diagnosticado que a inflação brasileira era, predominantemente, inercial, as experiências anteriores comprovaram que as políticas ortodoxas anti-inflacionárias não resolveriam o problema.

A aplicação de políticas ortodoxas com amplo corte da expansão monetária e do déficit público, acompanhado de liberalização do sistema de preços e extinção dos mecanismos formais de indexação apenas ocasiona recessão econômica (Lopes, 1986 p 119). Isso levou a uma mudança de paradigma, fazendo com que o aumento da emissão de moeda deixasse de ser visto como a causa do crescimento da inflação e passasse a ser, somente, uma consequência deste.

Francisco Lopes foi um dos estudiosos da época que diagnosticava a inflação brasileira como inercial, ou seja, aquela em que a taxa inflacionária persiste na ausência dos choques inflacionários. A equação abaixo é uma forma didática com que Modenesi (2005, pp 235 -237) exemplifica esta hipótese:

$$P_t = \alpha \Phi_t + (1 - \alpha)P_{t-1}, \text{ sendo } \alpha > 0 \quad (1)$$

P_t = Inflação no período corrente

Φ_t = Choques Inflacionários (oferta e demanda) ocorridos no período corrente t

P_{t-1} = Tendência inflacionária (projeção da inflação passada para o período corrente)

A equação acima demonstra que a inflação brasileira no momento t (P_t) é formada por dois componentes: 1) os choques inflacionários de oferta e demanda que

² As seções 1.3 e 1.4 estão baseadas fundamentalmente em Modenesi (2005)

aconteceram no período (Φ_t); 2) componente inercial, que é a inflação passada projetada para o período atual (P_{t-1}).

Quando a inflação persiste na ausência dos choques inflacionários, podemos resumir a equação (1) à nova equação abaixo:

$$P_t = P_{t-1} \quad (2)$$

Assim, neste cenário, os choques inflacionários não têm impacto no comportamento dos preços ($\alpha = 0$) e a inflação do período será determinada apenas pela projeção da inflação passada.

Em economias cronicamente inflacionadas e com características inerciais, se evidencia a existência de mecanismos de indexação, sejam eles formais ou informais. Gera-se um verdadeiro ciclo vicioso, onde quanto maior for a taxa de inflação, maior será a demanda por indexação e a vulnerabilidade do sistema a choques de oferta. Desse modo, a alta da taxa de inflação ocasiona uma maior indexação dos preços, que, por sua vez, aumenta o risco de acelerações dos preços (Lopes, 1986 pp 126 e 134).

O choque heterodoxo proposto por Francisco Lopes, ao contrário das diferentes propostas ortodoxas, consistia no congelamento generalizado dos preços (inclusive da taxa de câmbio) e rendimentos, acompanhado por uma liberalização das políticas monetária e fiscal.

Em relação aos preços, mais especificamente, a proposta foi de um congelamento temporário seguido de uma fase de flexibilização do controle de preços, com o intuito de reajustar a estrutura de preços relativos resultante do congelamento (Modenesi, 2005 p 239).

Na visão de Francisco Lopes (1986, p 135), o programa anti-inflacionário argentino, implementado por Péron em 1973, foi um experiência de sucesso, demonstrando que o congelamento de preços pode alcançar ganhos importante em termos de redução da taxa de inflação, a qual foi reduzida da ordem de 80% anuais para zero.

Entretanto, o sucesso veio ao custo de distorções no sistema produtivo, cuja gravidade é diretamente proporcional à duração do período de congelamento, já que a estrutura de preços pós-congelamento é incompatível com a estrutura de preços relativos existentes anteriormente.

Usando como exemplo a experiência argentina citada acima, fica claro que o congelamento conseguiria bons resultados em termos de taxa de inflação, levando-a a zero, e as rendas reais médias dos agentes ficariam congeladas aos níveis vigentes no “*dia D*”³ do congelamento. Porém, Lopes previa o problema das distorções causadas pelo desequilíbrio entre preços e rendas relativos pós-congelamento, tendo apresentado as seguintes maneiras de mitigação destas (Lopes, 1986 p 135).

Primeiramente, propunha que, antes do congelamento, a economia passasse por uma fase de sincronização de reajustes, mediante o encurtamento dos intervalos. De modo que, antes da data do congelamento, suas rendas reais já evoluíssem perfeitamente sincronizadas.

Neste caso, se o dia do congelamento fosse adequadamente escolhido, as rendas reais seriam congeladas a um nível consistente com a estrutura de preços relativos vigentes, o que evitaria todas as distorções.

O autor acreditava que, apesar da ressincronização, na prática, esta não seria perfeita, contudo poderia ser obtida para alguns preços-chaves administrados e para os salários.

É importante ressaltar que o congelamento total dos preços seria seguido por um período de descompressão, cujo objetivo era reajustar a estrutura de preços relativos cristalizada pelo congelamento, ou seja, o congelamento seria temporário e seguido por um período de flexibilização controlada para corrigir possíveis desajustes (Modenesi, 2005 p 239).

³Expressão usada por Francisco Lopes em seu texto “*Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação: Notas e Conjecturas*”. Porém quem usou originalmente esta expressão foi Mario Henrique Simonsen.

Com relação à política monetária, a proposta sugere que a adoção de uma política monetária passiva seria a mais adequada, pois a passividade monetária evita que a deflação cause uma retração da renda nominal.

“O choque heterodoxo [...] consistiria em um congelamento total e generalizado de preços e rendimentos acompanhado por políticas monetárias e fiscais passivas. Mais especificamente, minha proposta foi de um congelamento temporário seguido de uma fase de descompressão com controle de preços, na qual se permitiria uma elevação moderada de preços visando a reajustar a estrutura de preços relativos que tivesse resultado do congelamento.” (Lopes, 1986 p 134)

O Plano Cruzado, adotado em 1986, foi a primeira tentativa heterodoxa de erradicação da inflação, liderada e inspirada na proposta desenvolvida por Francisco Lopes.

1.4) A proposta Larida: a moeda indexada

Apesar de compartilharem do mesmo diagnóstico do Francisco Lopes, Andre Lara Resende e Pêrsio Arida propuseram uma nova forma de controle da inflação brasileira que se baseava na implementação de uma nova moeda plenamente indexada. Esta proposta ficou conhecida como proposta Larida.

Antes de adentrarmos na proposta propriamente dita, é interessante analisar as críticas dos autores ao Choque Heterodoxo.

1.4.1) Crítica ao modelo do Choque Heterodoxo

Em trabalho, publicado em setembro de 1984, Lara Resende reconhece a contribuição da proposta do Choque Heterodoxo ao identificar o caráter inercial da inflação brasileira, porém critica a solução proposta, considerada altamente desestabilizadora e politicamente inviável, assim como as demais propostas ortodoxas.

O autor acreditava que a proposta de congelamento de preços era uma solução frágil, já que ela congelaria, por determinação legislativa, preços relativos em desequilíbrio devido à assincronia dos reajustes. “Em função disto, a proposta era

considerada como altamente desestabilizadora e politicamente inviável” (Lara Resende, 1985 p 131).

O problema de assincronia consistia em congelar uma estrutura de preços relativos em desequilíbrio, isto é, distorcida pela falta de sincronização com que eles vinham sendo reajustados ao longo do tempo. Qualquer que fosse o dia “D” do congelamento seria fixada uma estrutura de preços insustentável no médio prazo, já que iria provocar perdas e ganhos reais de renda (Modenesi, 2005 p 242). Segue abaixo o comentário dos autores, Pêrsio Arida e André Lara Resende, sobre o problema da assincronia:

“O congelamento dos preços nominais por determinação legislativa inevitavelmente congelaria os preços relativos em desequilíbrio. Se o congelamento anunciado fosse muito breve, fracassaria no objetivo de suprimir o impulso inflacionário herdado do passado; se muito longo, a inconsistência dos preços relativos bem como quaisquer choques sobre oferta ou demanda teriam de ser absorvidos pelo racionamento. A suspensão do congelamento seria seguida, provavelmente, por fortes pressões para se restabelecerem as relatividades prévias, que fariam reacender a inflação.” (Arida e Lara Resende, 1986 pp 16-17)

Também ressaltou a dificuldade de estabelecer os controles administrativos, em razão da não compulsoriedade do congelamento.

1.4.2) Um pulo da Hiperinflação à estabilidade de preço

A reforma monetária sugerida pelos autores tinha como objetivo desmontar a armadilha de um processo inflacionário auto-alimentável e, em função disto, não era possível alcançar estabilização via controle de suas causas originais. Outro objetivo era criar uma proposta capaz de garantir a interrupção da inflação de forma neutra do ponto de vista distributivo.

A partir do estudo dos processos inflacionários, verificou-se que a inflação está diretamente relacionada à perda de credibilidade da moeda. Desta forma, Lara Resende sugere, como solução, a substituição do Cruzeiro por uma nova moeda mais estável (Lara Resende, 1985 p 133).

“No cenário de hiperinflação, os agentes econômicos percebem, de forma imediata e aguda, a corrosão do poder de compra e rendimento, buscando defender sua participação na renda à custa de uma frenética remarcação dos preços.” (Modenesi, 2005 p 243).

Conforme Arida e Lara Resende, as conveniências dos contratos de longo prazo são substituídas pela necessidade de rever os preços quase que continuamente (Arida e Lara Resende, 1985 p 19). À medida que os aumentos vão se tornando quase simultâneos, deixam de existir perdedores e ganhadores na corrida pela atualização dos preços (Modenesi, 2005 p 243).

Quando o problema do desequilíbrio de preços relativos é eliminado, o processo inflacionário perde qualquer efeito redistributivo e, portanto, sua própria razão de ser. Uma reforma monetária pode eliminar o processo inflacionário.

Este movimento de introdução de uma nova moeda, mais confiável, foi a solução escolhida e implementada, nos anos 20, por alguns países da Europa (Áustria, Hungria, Polônia e Alemanha), para eliminar a hiperinflação no período pós Primeira Guerra Mundial, onde as hiperinflações foram eliminadas no prazo de um mês.

“As hiperinflações carregam em si mesmas as sementes de sua autodestruição na medida em que obrigam os agentes a reduzir o período do contrato [isto é, de reajustes de preços e rendimentos]”. (Arida e Lara Resende, 1986 p 19)

O programa de estabilização dos países europeus obteve sucesso, pois as pessoas estavam dispostas a aceitar a nova moeda. A principal razão para aceitação de uma nova moeda era uma só: a necessidade que a economia tem de contar com uma moeda confiável, capaz de cumprir suas funções de reserva de valor e unidade de conta (Lara Resende, 1985 p 133).

1.4.3) Uma nova proposta

A proposta Larida tinha como objetivo produzir o mesmo efeito das hiperinflações através de uma reforma monetária, envolvendo a introdução de uma moeda indexada e o encolhimento da memória do sistema. Assim, quase toda a economia

estaria sujeita a um mesmo indexador cotado nessa moeda e a um encurtamento dos um intervalo desses reajustes (Modenesi, 2005 p 244).

“A essência dos processos de inflação é a perda de credibilidade da moeda [...]a inflação no Brasil poderia ser detida a curtíssimo prazo, caso o governo fosse capaz de pôr em circulação uma nova moeda em que o público confie como reserva de valor e unidade de conta. Para lançar a nova moeda, não é necessário esperar o pique de situações extremas de hiperinflação como as da década de vinte na Europa” (Lara Resende, 1985 p 133)

A meta final da proposta Larida era restaurar, em sua plenitude, o padrão monetário, posto que a moeda corrente não cumpria mais sua função de reserva de valor. Esta seria alcançada através da introdução de uma nova moeda que circularia paralelamente ao Cruzeiro (Arida e Lara-Resende, 1985 p 23).

O Novo Cruzeiro (NC) estaria plenamente indexado, com paridade fixa de um para um às Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN). Durante o período de transição, a ORTN era determinada pela variação do índice geral de preços calculado em Cruzeiros. A taxa de equivalência entre NC e a moeda velha (Cruzeiro) seria objeto de atualizações diárias proporcionais (Arida e Lara Resende, 1985 p 23).

Poderia se trocar livremente a moeda antiga pela nova moeda com base na equivalência da taxa diária, atualizada diariamente pela própria taxa de inflação.

Os preços se elevariam apenas na moeda antiga. Desta forma, os agentes econômicos poderiam optar por redefinir seus contratos em NC pela média de preços reais nos seis meses precedentes, sem haver o congelamento de preços (Arida e Lara Resende, 1985 p 25).

O aumento dos preços seria realizado em intervalos de tempo cada vez mais curtos. Depois de um determinado período onde os aumentos tornam-se quase simultâneos, a moeda antiga seria eliminada e permaneceria apenas a nova moeda, estável e confiável. Esta corresponderia a preços relativos equilibrados e deixariam de existir perdedores e ganhadores na corrida pela atualização dos preços e proteção da renda. E a inflação inercial seria, apenas, passado.

A lógica da proposta Larida consistia, segundo Modenesi, em reproduzir o mecanismo de autodestruição súbita das hiperinflações, tudo se passando como se, na moeda velha, os preços se reajustassem instantaneamente ou os períodos de todos os reajustes se reduzissem a zero. A memória inflacionaria encurtaria tanto que a inflação passada se tornaria irrelevante (Rosenwurcel, 1986 p 52 apud Modenesi, 2005 p 247).

“Uma reforma monetária separa o efeito desejado – qual seja, a redução do período de indexação – de sua causa espontânea, a saber, a aceleração da inflação. A reforma monetária encolhe a memória inflacionária do sistema econômico na ausência de uma hiperinflação.” (Arida e Lara Resende, 1986 p 19)

Outra vantagem da proposta da moeda indexada em relação ao choque heterodoxo era que reforma monetária proposta não interferia no funcionamento livre dos mercados, pois a conversão de preços para a nova moeda era voluntária e, também, não eram necessários os controles administrativos (Lara Resende, 1985 p 134).

Lopes critica algumas medidas da proposta de Lara Resende. Primeiro comenta que o caráter não compulsório do programa é mais aparente do que real, pois a moeda indexada se baseava em fórmulas de conversão calculadas considerando os valores médios. Não era totalmente neutra do ponto de vista distributivo, uma vez que os salários seriam convertidos por seus valores médios nos últimos seis meses, enquanto os preços seriam convertidos por seus valores de pico. Também considerava a proposta de Lara Resende excessivamente otimista ao afirmar que, caso a moeda não conquiste a confiança do público, como consequência a taxa de inflação da velha moeda seria apenas transferida em igual taxa de inflação na nova moeda. Não considerava o risco de a inflação acelerar na nova moeda (Lopes, 1986 pp 137-138).

Após uma década e cinco tentativas fracassadas de planos econômicos com base em medidas heterodoxas, Cruzado (1986), Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990) e Collor II (1991), o público criou aversão à heterodoxia. A proposta da moeda indexada ganhou espaço e obteve a adesão política necessária para que se conferisse como solução para o controle da inflação brasileira.

O plano Real possui tantas semelhanças com a proposta da moeda indexada, que sua terceira fase, segundo alguns estudiosos, era a proposta Larida.

1.5) Modelos de dolarização

1.5.1) Breve descrição dos quatro modelos de dolarização estudados por André Lara Resende

Uma alternativa que parecia interessante, no começo de 1990, era a “dolarização”. Estas propostas, ganharem destaque em função do programa argentino de estabilização, conhecido como plano Cavallo, e, também, devido ao fracasso das propostas de estabilizar o Cruzeiro por meio de políticas ortodoxas ou de congelamento dos preços.

No artigo “O Conselho da Moeda: um órgão emissor independente”, de 1992, o economista André Lara Resende descreve que existem quatro alternativas básicas de definição de um padrão de referência baseado no dólar.

- (i) A primeira alternativa consiste na substituição completa da moeda nacional pela moeda estrangeira. Como consequência deste modelo, podemos exemplificar a abdicação das receitas de *seignorage*, as receitas líquidas resultantes da emissão de moeda, em favor do emissor da moeda estrangeira e, também, das dificuldades políticas que suscitariam para abandonar esta proposta, considerada custosa e irrealista.
- (ii) A segunda alternativa, mais simples e menos radical, se baseia na fixação da taxa de câmbio da moeda nacional em relação ao dólar, com garantia de conversibilidade. É considerada uma proposta de alto risco, pois não é garantia que o câmbio fixo e a conversibilidade da moeda sejam capazes de reverter a falta de credibilidade da moeda nacional. Além disso, será necessário dispor de um importante estoque de reservas internacionais para conter qualquer tipo de ataque especulativo e eliminar, à curto prazo, todo e qualquer desequilíbrio orçamentário.

- (iii) A terceira alternativa é uma escolha composta pelos dois casos citados acima: fixar a taxa de câmbio, garantir a conversibilidade e autorizar a circulação do dólar e da moeda doméstica. Este foi o programa de estabilização adotada pela Argentina, que apresentou excelente resultado, conhecido como plano Cavallo.
- (iv) A quarta alternativa pode ser considerada uma melhoria do programa argentino. Ela propõe a criação de um órgão emissor independente, denominado de *Currency Board*, capaz de sustentar a conversibilidade de sua moeda a uma taxa de câmbio fixa. (Lara Resende, 1992 pp 115 -116)

Após a apresentação dos quatro modelos, será feita uma breve descrição da experiência argentina de dolarização.

1.5.2) Modelo Cavallo (1991): programa argentino de estabilização

O programa de estabilização argentino, que ficou conhecido como Plano Cavallo, se baseava na fixação de uma taxa de câmbio (garantindo a conversibilidade) e no sistema bimonetário com a circulação da moeda local e do dólar.

Neste modelo, o descrédito da moeda doméstica leva à subordinação do sistema monetário a uma moeda estrangeira de liquidez internacional. Este tipo de estabilização é mais fácil e frequente em países pequenos, pois apresentam maior grau de abertura comercial e tendem a se “dolarizar” mais rápido em resposta à desvalorização da moeda nacional. A combinação de um grau elevado de abertura comercial e indexação à moeda estrangeira confere à âncora cambial um poder estabilizador excepcional, que foi o verificado na experiência argentina que conseguiu reduzir a inflação e reativar os investimentos (Batista Jr, 1993a pp 81-82).

“No programa de estabilização da Argentina, a taxa de câmbio da moeda nacional, que voltou a se chamar peso, foi fixada de uma vez por todas em relação ao dólar. O programa argentino é, portanto, uma combinação da verdadeira dolarização ao estilo Panamá, com a simples fixação da taxa de câmbio para servir de âncora nominal aos preços domésticos. Se por um lado, ao permitir a circulação paralela do dólar, abre-se mão de receitas de *seignorage*, por outro, ao fixar o câmbio, incorre-se nas dificuldades da sobrevalorização cambial, que qualquer taxa residual da inflação superior à americana terminará por provocar”. (Lara Resende, 1992 p 116)

Conforme citado acima, o plano Cavallo enfrentou algumas dificuldades características dos processos de estabilização com âncora cambial como a perda da receita de *seignorage* e a defasagem cambial. A sobrevalorização do peso era considerada a principal ameaça ao plano de estabilização argentino, pois a inflação argentina vinha sendo superior à inflação americana. Esta inflação residual resulta na sobrevalorização da taxa de câmbio real e, conseqüentemente, em distorções no saldo da balança comercial, o que pode levar a uma necessidade de desvalorizar a moeda local colocando em risco a estabilidade de preços (Batista Jr, 1993b pp 8-9).

1.5.3) Modelo de *Currency Board* no Brasil

1.5.3.1) Dificuldades para aplicação do modelo argentino no Brasil

Todavia, além do problema de *seignorage* e da defasagem cambial, haviam outras dificuldades para aplicação do modelo Cavallo no Brasil:

- (i) O grau de dolarização do sistema brasileiro é inferior ao argentino;
- (ii) Problema na balança de pagamentos: O nível de exportações dos produtos manufaturados no Brasil é superior à Argentina, de modo que uma defasagem cambial poderia resultar em efeitos negativos no balanço de pagamentos.
- (iii) As reservas internacionais no Brasil são baixas e insuficientes para sustentar a conversibilidade contra ataques especulativos. (Batista Jr, 1993b pp 9-10)

Desta forma, não era recomendado que, simplesmente, se copiasse o modelo argentino e se aplicasse ao caso brasileiro. No Brasil, a sugestão seria a adoção de um sistema de *Currency Board*, capaz de segurar a conversibilidade da moeda e uma taxa de câmbio fixa (Lara Resende, 1992 p 116).

1.5.3.2) Lara Resende (1992): Uma proposta do *Currency Board* no Brasil

O ponto central da proposta seria a implementação de um banco emissor de uma nova moeda (Lara-Resende, 1992 p 116). Esta instituição financeira ainda seria autônoma e independente em relação ao Governo, mas sua atuação teria que estar estritamente pautada por regras estabelecidas pelo poder público (Batista Jr, 1993a p 83).

O novo banco teria duas tarefas básicas: 1) emissão de uma nova moeda dentro dos limites fixados em lei; 2) o suprimento de recursos ao Tesouro, financiar o tesouro de forma não inflacionária durante a fase de remonetização da economia (Batista Jr, 1993a p 84).

A sugestão é a coexistência entre o sistema privado de emissão (*Currency Board*) e o sistema público, resultando na criação provisória de um regime bimonetário, onde o Cruzeiro continuaria em circulação junto com a nova moeda e haveria plena conversibilidade entre as duas moedas (Batista Jr, 1993a p 84).

A moeda emitida pelo *Currency Board* seria conversível a dólares. Esta conversibilidade seria garantida pelo *Board*, já que ele teria a obrigação de sustentar uma relação de, pelo menos, 100% entre seus ativos líquidos em moeda-lastro e moeda de sua emissão, esta era um variante do programa argentino proposta por Lara Resende (Batista Jr, 1993b p 13).

O resultado operacional do *Board* seria transferido para o Tesouro Nacional anualmente, assegurando, assim, o ganho de *seignorage* (Lara Resende, 1992 p 116).

Além da recuperação da receita de *seignorage*, o modelo de *Currency Board* soluciona o problema da defasagem cambial, já que a taxa de câmbio entre o Cruzeiro e a nova moeda não são fixadas de imediato.

Durante o período de transição, um número cada vez maior de transações será cotada e liquidada na moeda do *Board*. A economia vai se “dolarizando” na nova moeda e perde gradualmente a memória inflacionária da moeda velha. Quando a referência da moeda velha estiver se tornando insignificante basta fixar paridade

entre ela e a moeda do *Board*. Com uma nova e confiável moeda como referência monetária, eliminam-se gradualmente as menções à inflação passada e qualquer resíduo de inércia (Lara Resende, 1992 p 117).

A principal crítica ao modelo de *Currency Board* questiona a introdução de uma nova moeda paralela dolarizada, pois esta poderia desencadear uma hiperinflação no Cruzeiro. “Como não se fixaria a taxa de câmbio entre ambos, a criação de uma segunda moeda legal, superior ao Cruzeiro, poderia resultar numa explosão de preços na moeda velha.” (Batista Jr, 1993b p 14).

Lara Resende rebate as críticas:

“A principal crítica à introdução de uma moeda de circulação paralela é a de que, sendo ela superior e mais confiável, provocará uma imediata rejeição do cruzeiro. Se isso for verdade, corre-se o risco de acelerar a inflação em cruzeiros até a hiperinflação aberta. Antes de tudo, é preciso lembrar que nesse caso não haverá risco de hiperinflação, mas apenas da rejeição e do consequente desaparecimento do cruzeiro. A crise associada à hiperinflação aberta não correria o risco de acontecer, pois a moeda do Board substituiria integralmente o cruzeiro. A possibilidade da rejeição imediata do cruzeiro se baseia numa transposição indevida da chamada lei de Gersham: a má moeda expulsa a boa de circulação.” (Lara Resende, 1992 p 118)

O novo regime monetário seria imparcial e temporário. Teria como objetivo ajudar na recuperação das instituições públicas, viabilizando reformas no campo das finanças públicas e na própria reorganização do banco central público.

1.5.3.3) Quais as dificuldades do modelo proposto por Lara Resende (1992)?

Na visão de Batista Jr (1993a), o principal risco, no Brasil, é a transferência das funções públicas a uma instituição privada, cujos objetivos particulares sejam conflitantes com os propósitos da reforma e, assim, seja fatal para a credibilidade desta instituição financeira. A forma de mitigar este problema seria cercar o novo sistema monetário de dispositivos capazes de garantir autonomia ao novo banco emissor em relação aos governantes e, ao mesmo tempo, sua subordinação a regras específicas definidas em lei e nos estatutos do banco (Batista Jr, 1993a p 85).

Outro risco é que a estabilização proporcionada pela reforma monetária venha a conduzir a um adiamento da estabilização duradoura das contas fiscais e das demais reformas estruturais. Porém, é importante ressaltar que a reforma monetária é, apenas, um mecanismo temporário concebido para criar as condições necessárias à implementação das reformas fundamentais, sem as quais o programa teria o mesmo destino dos anteriores.

“Sem uma moeda estável, não haverá retomada do desenvolvimento, a concentração de renda continuará aumentado e prosseguirá também ao alarmante processo de desagregação social que já começa a afetar até mesmo os mais privilegiados. Resta saber se a deterioração do quadro econômico-social já foi longe o suficiente para desencadear as reações políticas necessárias à negociação e à sustentação de um programa que ataque nosso problema pela raiz.” (Batista Jr, 1993a p 86)

No fundo, a conclusão é não que haverá uma estabilização duradoura enquanto não houver uma coligação social e política majoritária e solidamente comprometida com a restauração de uma moeda confiável.

CAPITULO 2 – O PLANO REAL

O Plano Real foi uma estratégia de estabilização de preços incontestavelmente bem sucedida, pois conseguiu reduzir drasticamente a inflação brasileira, sobretudo devido à adoção de um novo padrão monetário e de uma âncora cambial.

Modenesi dividiu o Plano Real como uma sucessão de três fases: (i) ajuste fiscal; (ii) reforma monetária; e (iii) âncora cambial. O plano teve vigência de maio de 1993,

com a posse do FHC no Ministério da Fazenda, até janeiro de 1999, com a crise cambial (Modenesi, 2005 p 297).

O Plano Real se diferenciou das propostas anteriores de estabilização, a começar pela forma de enxergar a causa principal da inflação, que para a equipe econômica era o desajuste das contas públicas (Bacha 1995, p 4). Sabia-se da necessidade de lidar com o componente inercial da inflação, porém era necessário um ajuste prévio das contas públicas, caso contrário o plano se veria seriamente ameaçado.

O cenário exigia que fossem estabelecidas condições mínimas necessárias para praticar um plano de estabilização e isso fica evidente ao se olhar para as duas primeiras fases, que comprovaram o desajuste das contas públicas como uma das causas da inflação e a necessidade da desindexação para a estabilidade de preços, sem a utilização, no entanto, de congelamentos de preços.

A inflação inercial foi combatida através da desindexação de preços e rendimentos, porém, no lugar do congelamento dos preços, foi criado um novo indexador, Unidade Real de Valor (URV), com o objetivo de alinhar os preços relativos e interromper a inflação do ponto de vista distributivo.

O ajuste das contas públicas e a reforma monetária serviriam de precondições para o sucesso do plano, que, posteriormente, se baseou na adoção de âncoras nominais para completar o processo de estabilização. A princípio uma âncora monetária que foi substituída por uma âncora cambial, como será visto mais adiante.

Este capítulo analisará as medidas e características das três fases do Plano Real.

2.1) Primeira fase: o ajuste fiscal

A primeira fase do Plano Real durou de maio de 1993 até fevereiro de 1994 e teve como objetivo o ajuste das contas públicas. O governo priorizou a criação de condições fiscais mais adequadas, através da busca do equilíbrio orçamentário da União. Confiava-se que o equilíbrio fiscal era precondição fundamental para o sucesso do plano de estabilização.

De acordo com Bacha, existia, na economia brasileira, o *efeito Tanzi às avessas* ou, como ficou conhecido, *efeito Bacha*. Este efeito decorria, basicamente, de dois fatores: (i) o orçamento era calculado com a previsão de uma inflação subvalorizada, enquanto as receitas públicas eram indexadas pela inflação verificada, de modo que a subestimativa da inflação favorecia a redução do déficit, evitando da corrosão do o valor real; e (ii) o Ministério da Fazenda frequentemente adiava a liberação da verbas orçamentárias, com o objetivo de diminuir seu valor real. Haveria um grande déficit *ex ante*, mas à medida que a inflação aumentava, também corroía os gastos reais do governo e verificaria *ex-post* um déficit bem menor (Barros de Castro 2011, pp 143 -144).

“As despesas eram determinadas no orçamento em tempos nominais. A inflação, portanto, presta um duplo serviço ao Tesouro Nacional: a geração do imposto inflacionário e a redução do gasto real. A conclusão era de que o controle da inflação pressupunha que o governo equilibrasse seu orçamento ex-ante, isto é, mostrasse a determinação política de cortar do orçamento os excessos de gastos que eram previamente erodidos pela inflação ou financiados pelo imposto inflacionário”. (Bacha, 1995 p 5)

Conforme o texto de Bacha, este mecanismo ajudava no bom desempenho das contas públicas durante o período de elevação do nível de preços, porém, no caso de controle inflacionário, este mecanismo aumentaria o valor das despesas.

Com o objetivo de compensar o crescimento do valor real dos gastos públicos durante o processo estabilização do nível de preços, foram implementados o Programa de Ação Imediata (PAI) e o Fundo Social de Emergência (FSE).

“Caso não houvesse o ajuste das contas públicas, obtido por meio da elevação e da desvinculação das receitas do governo federal, a queda abrupta da inflação determinaria uma deterioração fiscal que ameaçaria o sucesso do Plano. Ou seja, uma elevação do déficit público tenderia a gerar uma expansão da demanda agregada, pressionando o nível geral de preços, justamente no momento em que se iniciasse o processo de estabilização.” (Modenesi, 2005 p 300)

Era necessário que o governo equilibrasse suas contas e apresentasse determinação em cortar os excessos de gastos antes erodidos pela inflação ou financiados pelo imposto inflacionário.

O PAI foi lançado em maio de 1993 e tinha como objetivo reorganizar o papel do setor público, bem como suas relações com os setores da economia privada. As principais medidas previam corte de gastos da ordem de US\$ 7 bilhões; criação de um imposto de natureza provisória, chamado Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF), com uma alíquota de 0,25% sobre o valor de cada movimentação financeira; redefinição das relações entre União e os estados e municípios; e ampliação do Programa Nacional de Desestatização (PND).

Por outro lado, o FSE foi implementado em 1994 e procurava reduzir a rigidez dos gastos da União, permitindo ao governo federal obter mais liberdade na condução da política fiscal. Teve caráter emergencial, pois o cenário era da falta de recursos tributários suficientes para o financiamento dos gastos sociais (mesmo após o corte de gastos), o que poderia ocasionar um financiamento inflacionário.

A principal causa para a criação do Fundo Social de Emergência era a previsão constitucional de aplicação de 80% das receitas federais de natureza tributária em determinados setores, o que gerava rigidez orçamentária. Nas palavras de Gustavo Franco:

"De longe, a maior preocupação relacionada a essa questão (fiscal) era a tendência crescente à vinculação das receitas (do Tesouro Nacional) a usos específicos. Essa tendência havia se tornado dramática com a promulgação da Constituição de 1988, que aumentou a proporção das receitas transferidas a estados e municípios e para o sistema da seguridade social, além de aumentar a proporção de todas as vinculações no orçamento, tendendo a criar 'verdadeiros suborçamentos' com excesso de arrecadação - o que corresponde a receitas insuficientes no restante do orçamento - e resultando na criação de novos gastos em determinadas áreas. A redução das vinculações era, então, uma necessidade crucial para restaurar a governança fiscal no Brasil; e isto era precisamente uma medida considerada necessária para permitir o início do programa de estabilização de forma segura. Isto foi obtido ao ser aprovada uma emenda constitucional, estabelecendo o Fundo Social de Emergência, ao início de 1994." (Franco, 1996 pp 2-6)

É importante notar que tanto o Plano de Ação Imediata quanto o Fundo Social de Emergência foram medidas adotadas com caráter temporário. Nenhum destes instrumentos seria capaz de assegurar um equilíbrio fiscal duradouro.

"Alguns números comprovam esta afirmativa. Por exemplo, a necessidade de financiamento do setor público (NFSP) cresceu vertiginosamente,

passando de uma média de 0,4% do PIB, no período de 1991 a 1994, para 5,2% do PIB, em média, durante o período de implantação do Plano, 1995 a 1998. Dois fatores concorreram para esse forte desequilíbrio das contas públicas verificado após a adoção do real: (i) a transformação do superávit operacional (2,9% do PIB) em déficit operacional (0,2% do PIB); e (ii) a elevação da despesa com juros de 3,3% do PIB para 5,0%.” (Modenesi, 2005 p 302)

O ajuste fiscal acabou sendo pouco eficaz e, em função disto, na prática, não se mostrou pré-condição para a estabilidade. Diferente da desindexação da Reforma Monetária que, como veremos no próximo item, teve papel fundamental (Barros de Castro, 2011 p 147).

2.2) Segunda Fase: A Reforma Monetária

A segunda fase do Plano Real teve início em março de 1994 e foi de extrema importância, tendo como objetivo principal eliminar a inércia inflacionária através de uma reforma monetária inspirada na proposta da moeda indexada de Andre Lara Resende e Pêrsio Arida.

Conforme citado no Capítulo 1, a longa duração e intensidade do processo inflacionário brasileiro resultaram em um sistema de indexação de preços e rendimentos de difícil interrupção. A inflação brasileira persistia independente da existência de choques inflacionários, a principal causa da inflação era a própria inflação e para alcançar a estabilidade de preços seria necessária a interrupção da inércia inflacionária, ou seja, a desindexação de preços e rendimentos.

O sistema de indexação brasileira é caracterizado por uma grande assincronia de preços e rendimentos, assim qualquer interrupção brusca do processo inflacionário determinaria a ocorrência de efeitos distributivos de grande magnitude. Isto poderia inviabilizar a política de estabilização, já que os perdedores provavelmente demandariam reajustes (Modenesi, 2005 p 305).

Com o propósito de lidar com o problema da inflação inercial e, ao mesmo tempo, oferecer uma solução para os efeitos distributivos, em 1º de março de 1994, foi criada a Unidade Real de Valor (URV), um indexador universal e contemporâneo, cujo cálculo diário estava vinculado a variação *pro rata* de um grupo formado por

três índices: Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M), Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e Índice de Preços ao Consumidor (IPC).

É importante ressaltar a diferença entre o modelo adotado (2ª fase do Plano Real) e proposta da moeda indexada de Lara Resende e Arida, qual seja a não adoção de um sistema bimonetário. A URV exercia apenas a função de unidade de conta, não circularia paralelamente ao Cruzeiro Real.

A adoção da URV criou uma espécie de dolarização, com objetivo de garantir o alinhamento de preços relativos e a coordenação na formação dos preços e expectativas inflacionárias.

Concomitantemente à criação da URV, o Banco Central do Brasil (BCB) se comprometeu a vender dólares sempre que a paridade URV/dólar se igualasse a 1, deixando a moeda flutuar livremente para baixo, introduzindo-se, desse modo, uma banda cambial assimétrica, cujo teto era igual a 1 URV (Modenesi. 2005 pp 307).

Em 1º de julho de 1994, após quatro meses de conversões de contratos, a URV se tornou uma moeda plena, nomeada de Real, completando a reforma monetária. A URV passou a exercer também as funções de meio de troca e reserva de valor. Foi fixada uma taxa de conversão de R\$1 para CR\$ 2.750 para a troca de estoque de moeda e conversão dos contratos e preços que ainda estavam em Cruzeiro Real. Em relação à política cambial, promoveu-se continuidade do teto de R\$1/US\$ 1, tendo como mudança a introdução de um piso, ainda que informal, com um valor aproximado de R\$0,85 (Bacha, 1995 p 9).

A segunda fase do Plano Real se mostrou crucial para o seu sucesso. A reforma monetária não eliminou completamente a indexação da economia brasileira, mas a reduziu bastante, assim como o componente inercial da inflação. Dessa forma, ela foi de extrema importância para recobrar a eficácia das políticas usuais de combate à inflação.

2.3) Terceira Fase: As Âncoras Nominais

A terceira fase do plano, qual seja a adoção de âncoras nominais para garantir a estabilização, só foi possível devido à reforma monetária e a redução do peso da inflação inercial.

Inicialmente, foi estabelecida a âncora monetária que, após três meses de vigência, foi trocada pelo regime de metas cambiais devido ao insucesso do primeiro plano.

É importante lembrar que diferente das duas fases iniciais que envolveram longo debate econômico e possuíam diversas inovações, a terceira fase do Plano Real foi marcada por um conjunto de medidas superpostas, onde o governo agiu pragmaticamente diante das condições que se impunham, era um período de tentativa *erros e acertos* (Barros de Castro, 2011 p 142).

2.3.1) Âncora Monetária

Em 1º de julho de 1994, com a publicação da Medida Provisória nº 542, que criou o Real, iniciou-se a terceira fase do Plano Real.

A MP 542 estabeleceu as regras e condições de emissão do Real e determinou, também, medidas com o objetivo de garantir a estabilidade da nova moeda.

Segundo Modenesi, as principais medidas que se destacam da MP do Real são:

- “
- (i) Adoção de metas para a base monetária que poderiam ser alteradas em até 20% pelo Conselho Monetário Nacional (CMN);
 - (ii) O lastreamento da base monetária em reservas internacionais do país;
 - (iii) Estabelecimento de paridade fixa entre real e dólar, que poderiam ser alterada pelo CMN;
 - (iv) Alterações no CMN: transferência do poder de emissão monetária do CMN para o Congresso Nacional; criação de canais de comunicação, com o intuito de facilitar o monitoramento e a condução da política monetária pelos Poderes Executivo e Legislativo.” (Modenesi, 2005 p 308).

Ao analisar as principais medidas, percebe-se que, além do controle da base monetária pela vinculação da emissão de moeda às reservas internacionais (âncora monetária), também foi estabelecida uma âncora cambial ao se determinar uma paridade fixa de um Real para um Dólar. Segundo Franco, alguns economistas afirmavam que a adoção simultânea das “âncoras” monetária e cambial em uma economia com mobilidade internacional de capitais apresentava uma grave inconsistência ao modelo de Mundell – Fleming (Franco, 1995 p 33).

Porém, como mais tarde ficou claro, tal inconsistência não ocorreu, pois o Banco Central não optou por um regime de câmbio fixo, a taxa de câmbio seria livre para oscilar para baixo, era determinada livremente pelo mercado, e foi um período em que o objetivo era adaptar as medidas conforme necessidade do mercado (Barros de Castro 2011, p 151).

No dia 29 de junho, o Banco Central surpreendeu ao comprar dólares a 95 centavos de Real. No dia seguinte, a operação se repetiu, mas os dólares foram comprados a 93 centavos. Com esta medida, o Banco Central sinalizava que a taxa de câmbio seria flexibilizada para baixo, de modo que o câmbio não manteve a paridade de um Real para um Dólar Americano, mas sim flutuou para baixo.

"O BC, nesses primeiros dias, forneceu amplas indicações de que algo mais profundo estava acontecendo. A suposta violação aos cânones de Mundell e Fleming tinha sido descartada: operava-se com uma taxa de câmbio flexível, novidade sem precedente no mercado de câmbio brasileiro." (Franco, 1995 p 33)

A transição de uma situação inflacionária para um regime de estabilidade gerou uma forte redução na velocidade-renda de circulação da moeda, ocasionando um processo de remonetização da economia. Os agentes econômicos aumentaram a demanda por encaixes monetários, de forma que as metas para a base monetária foram constantemente ultrapassadas (Modenesi, 2005 p 310).

A adoção do regime de metas monetárias não foi bem sucedida e a principal razão para este fracasso foi a incapacidade de o BCB determinar, *ex ante*, qual volume de

oferta monetária seria compatível com a estabilidade de preços (Modenesi 2005 p 310).

A adoção da âncora monetária não apresentou resultados efetivos já que os limites monetários estabelecidos eram constantemente ultrapassados. Durante este período, o BC absteve-se de intervir no mercado de câmbio e, com isto, houve uma significativa entrada de divisas americanas, além de, como não poderia deixar de acontecer, uma apreciação nominal do Real. Neste momento, se confirmou a importância de substituir a âncora monetária pela cambial (Franco, 1995 p 36).

2.3.2) Âncora Cambial

Conforme mostrado no item acima, o insucesso da âncora monetária levou à adoção do regime de metas cambiais. A âncora cambial é considerada a essência da terceira fase, pois esta iria coordenar a formação de preços e as expectativas dos agentes econômicos (Modenesi 2005, pp 312 -313).

Segundo Franco (1995):

“É importante ter claro que o novo regime cambial cumpre uma dupla função ao fornecer, por um lado, elementos de rigidez nominal aos preços – daí a noção de “âncora” atribuído normalmente à taxa de câmbio – e, por outro, se apresenta como um dos vários itens do cardápio de instrumentos que deve assegurar o equilíbrio externo, visto de uma perspectiva de médio prazo. É crucial, portanto, a importância do regime cambial para a estabilização principalmente tendo em vista que o peso relativo dessas funções é mutável.” (Franco, 1995 p 39)

Como será detalhado mais adiante, o regime de metas cambiais, adotado no Brasil durante a implementação do Plano Real, foi sendo flexibilizado. A manutenção da flexibilidade do regime cambial era considerada fundamental, pois possibilitava efetuar correções conforme as mudanças no setor externo. Ademais a flexibilização era, também, um importante fator de credibilidade, posto que permitia ajustes no programa de estabilização sem provocar sua descontinuidade, como, por exemplo, a introdução do sistema de bandas em março de 1995 (Franco, 1995 p 40).

Modenesi (2003) sugere que o estabelecimento da âncora cambial foi realizado em 4 etapas, as quais passaremos a descrever.

A primeira etapa, de julho a setembro de 1994, se caracterizou pela adoção do sistema de **flutuação cambial**, o que significou a não intervenção do BCB no mercado de câmbio. O Real sofreu uma valorização excessiva, como resultado da abundante entrada do capital externo no Brasil decorrente de uma situação de excesso de liquidez internacional.

A apreciação nominal da taxa de câmbio gerava pressões deflacionárias, tornando mais conveniente, nesta etapa, que a taxa de câmbio flutuasse para baixo. Era melhor pecar pelo excesso do que colocar em risco o plano de estabilização.

A segunda etapa, de outubro de 1994 a fevereiro de 1995, ficou marcada pela **taxa de câmbio fixa**. Nesta fase, a taxa de câmbio não variou livremente para baixo, pois Banco Central passou a realizar leilões de compra para frear o processo de sobrevalorização do Real. Porém, o Real ainda era mantido sobrevalorizado em relação ao Dólar.

Entretanto, tudo mudaria com a crise mexicana em dezembro de 1994. O fluxo internacional de reservas internacionais nos países emergentes diminuiu e obrigou a adoção de medidas mais flexíveis no regime monetário de metas cambiais. Este evoluiu para o regime de banda deslizando e, logo depois, para banda rastejante.

Antes de continuarmos com a análise sobre os regimes de bandas cambiais (deslizando e rastejante) durante o Plano Real, serão detalhadas as características de cada um deles. No sistema de banda cambial, a taxa de câmbio pode variar livremente dentro de um intervalo estabelecido e o Banco central apenas intervém quando a taxa de câmbio ameaça ultrapassar alguma das bandas.

A banda rastejante é um regime sistemático determinado de acordo com uma regra preestabelecida. Já no modelo de banda deslizando não existem regras definidas, não há comprometimento em se manter o ponto central nem as bandas. O Banco

Central pode reajustar os intervalos em magnitudes e intervalos não anunciados (Modenesi, 2005 p 5).

Sobre o período de flexibilização pós-crise mexicana:

“Assim sendo, mantidos os ganhos conceituais associados à adoção de um sistema de bandas e à desindexação da taxa de câmbio, e de acordo com metas e parâmetros claros com relação ao balanço de pagamentos, os ajustes necessários poderão ser feitos ao longo de 1995 sem precipitação ou descontinuidade com relação ao plano de estabilização.” (Franco, 1995 pp 40)

Diante da piora do cenário internacional, surgiu, em março de 1995, a terceira etapa da âncora cambial. Quando o estoque de reservas internacionais no Brasil havia se reduzido significativamente, o BCB se viu obrigado a desvalorizar o real em 5%, adotar um sistema de banda larga e aumentar as tarifas de importação de algumas mercadorias.

Eram realizadas intervenções diárias no mercado cambial com o objetivo de manipular a taxa de câmbio no interior da banda larga, ou seja, foi estabelecida uma minibanda para flutuação do real. Assim, fica claro que o Banco Central precisou adaptar o sistema cambial brasileiro ao novo cenário, o que foi alcançado graças à flexibilização e adoção de um regime próximo ao de **banda deslizante**.

O regime monetário passou por mais uma transição, devido à necessidade de flexibilização, com a implementação da quarta e última etapa, conhecida como **banda rastejante**, que vigorou de outubro de 1995 até a crise de janeiro de 1999.

As minibandas assumiram uma inclinação positiva e passaram a ser sistematicamente ajustadas, definindo uma trajetória ascendente quase linear da taxa de câmbio. Neste intervalo, aconteceram duas modificações, quais sejam a elevação do ponto médio da banda cambial e o aumento progressivo da distância entre as bandas. Houve uma desvalorização da taxa de câmbio, pois o teto da banda aumentou mais do que o piso.

Conforme mencionado acima, apesar da política cambial ter transitado por quatro etapas, o Real foi mantido sobrevalorizado em todas elas.

A atuação do Banco Central, durante este tempo todo, esteve fundamentalmente ligada às condições internacionais de liquidez, que pioraram sobretudo a partir de 1997 até a crise cambial de 1999. Ademais, a taxa de câmbio era determinada em larga escala pelo Banco Central e não pela interação entre demanda e oferta de divisas no mercado cambial (Modenesi, 2005 pp 321-322),

Outro ponto fundamental, durante a terceira fase do Plano Real, foi a intensificação do processo de abertura comercial e financeira, que provocou o aumento da concorrência internacional e teve um papel importante:

“O fato de âncora cambial ter sido rígida ou não – ou de ter sido modificada ao longo do tempo – pouco importa. O relevante é que a economia brasileira foi exposta sem precedentes, ao mesmo tempo em que o real foi mantido artificialmente sobre valorizado. Dessa forma, parcela substancial da demanda interna se deslocou para os produtos importados, gerando uma forte restrição à capacidade do setor produtivo doméstico de formar preços livremente.” (Modenesi, 2005 p 316)

Segundo Franco:

“Com a abertura da economia, a competição produziu efeitos surpreendentes. A exposição da economia doméstica aos bens importados de elevada qualidade deixou os consumidores atentos ao seu poder de eliminar as pressões inflacionárias espúrias, com o auxílio da lei da oferta e demanda.” (Franco, 1996 p 13)

Desta forma, a combinação de uma taxa de câmbio valorizada mais a abertura da economia provocou um aumento no consumo de produtos importados, forçando para baixo os preços nacionais.

O regime monetário de metas de cambiais deveria ser apenas um primeiro estágio na busca pela estabilidade de preços, não devendo ser adotado como uma tática permanente de condução da política monetária, ou seja, a âncora cambial consiste

em mecanismo artificial que deve ser usado de forma temporária (Modenesi, 2005 p 325).

“O que era para ser temporário, vai se incorporando permanentemente à paisagem. Enquanto há financiamento externo em quantidade apreciável ou enquanto a sociedade tolera as agruras da recessão e do desemprego, a tendência é postergar qualquer ajuste mais fundamental.” (Batista Jr, 1996, p 163)

Em síntese, o Plano Real foi o programa de estabilização que conseguiu acabar com a inflação alta. Além da desindexação dos preços, foram necessárias a adoção de medidas como real sobrevalorizado e elevação dos juros, que apesar de garantirem a estabilização do plano, tiveram algumas consequências negativas, como veremos a seguir (Barros de Castro, 2011 p 132).

CAPÍTULO 3 – CONSEQUÊNCIAS DO PLANO REAL

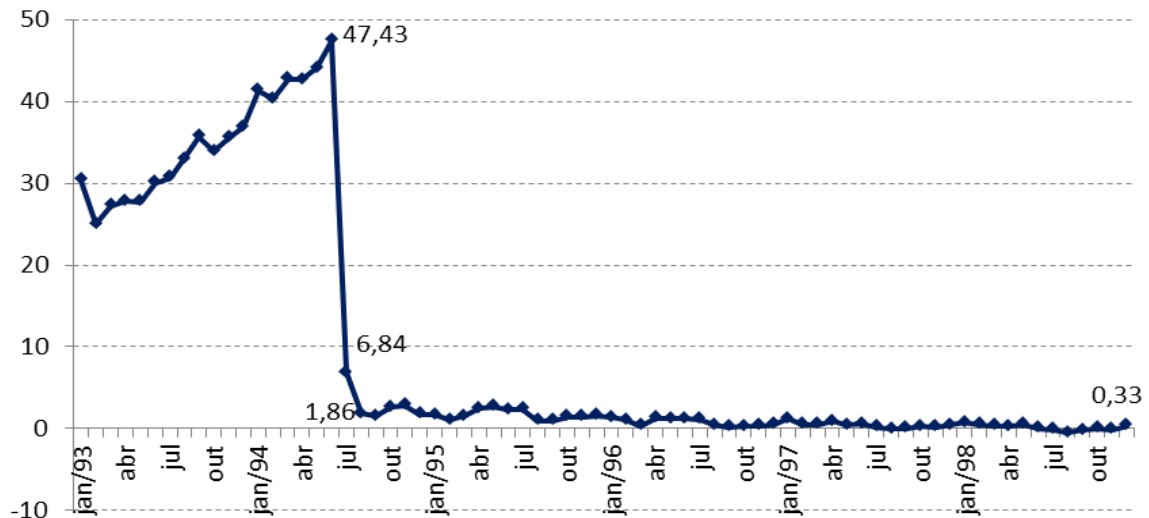
O capítulo descreverá os principais efeitos do Plano Real no período de 1993 a 1998. Ilustraremos através de gráficos e indicadores como a conquista da estabilidade de preços foi alcançada, acompanhada, porém, de consequências negativas, quais sejam a sobrevalorização da taxa de câmbio, o desequilíbrio nas contas externas, a elevação da Taxa Selic, o baixo crescimento econômico, o aumento do desemprego e a queda dos rendimentos.

Apesar dessa deterioração do quadro econômico, a âncora cambial atingiu o seu principal objetivo: a estabilização os preços. O Plano Real é o programa de estabilização melhor sucedido dos últimos 30 anos no Brasil. Os resultados podem ser comparados de modo bastante favorável com os programas de combate à inflação realizada em outros países (Batista Jr, 1996, p 162).

3.1) O Plano Real teve sucesso no combate à inflação brasileira?

No gráfico 2, é possível verificar que, a partir de 2º semestre de 1994, a inflação mensal do Índice de Preços do Consumidor Amplo (IPCA) passou de 47,43% em junho para 6,84% em julho. Apenas um ano após o Real ter se tornado uma moeda plena, foi constatado que a inflação mensal alcançou o patamar de 2,26% em junho de 1995 e em julho do mesmo ano 0,99% a.m. No final do ano de 1998, o (IPCA) alcançou a casa 0,33%, comprovando a eficácia do Plano Real no controle de preços.

Gráfico 2 - Taxa de inflação mensal (IPCA) – (% a.m)



Fonte: Ipeadata.

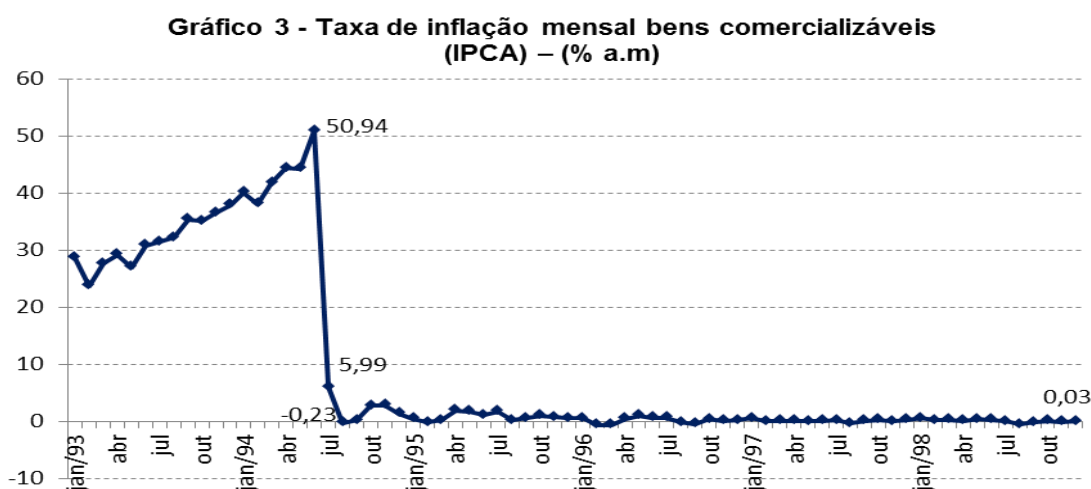
A pergunta que surgiu na época é “Como foi alcançada a estabilização?”. Em um modelo de estabilização via âncora cambial, Simonsen (1995) sugere que a fixação de taxa de câmbio terá maior interferência sobre os bens transacionáveis com o exterior (também chamado de bens comercializáveis), pois, normalmente, são mercadorias em que parte de sua produção interna é exportada ou porque as importações respondem por parcela significativa da oferta.

Uma visão similar é proposta por Bacha:

“A manutenção do equilíbrio externo relaciona-se à capacidade de a política de minidesvalorizações cambiais comandar o processo inflacionário de curto prazo, ou seja, à medida que a taxa de inflação observada coincida com a taxa de inflação permitida pelo câmbio. Admitindo-se que, no contexto de uma economia aberta, os preços dos bens comerciáveis respondam ao comando da taxa de câmbio.” (Bacha, 1997 p 196)

Desta forma, para averiguarmos a eficácia do Plano Real é importante avaliarmos se houve uma redução maior no IPCA dos bens comercializáveis do que nos não comercializáveis.

O gráfico 3 abaixo sugere que a taxa de inflação mensal dos bens comercializáveis não apenas diminuiu, mas a redução foi maior em relação à inflação geral. Em junho de 1994, a inflação mensal dos bens comercializáveis (50,94%) era superior à inflação geral (47,43%). Ainda no mesmo ano, porém agora em julho, podemos observar o início da queda do IPCA. Reduz de 47,43% em junho 1995 para 6,84% no mês seguinte. A inflação mensal dos bens comercializáveis atinge a marca de 1,12% enquanto que a geral 2,26%.



Fonte: Ipeadata.

Agora vamos comparar os bens comercializáveis e não comercializáveis. Confrontando os gráficos 3 e 4, podemos perceber que os bens comercializáveis sofrem um queda significativamente maior com o início da terceira fase do Plano Real. Em junho de 1994, o IPCA dos bens comercializáveis e não comercializáveis era de 50,94% e 44,62%, respectivamente.

Em relação aos efeitos negativos do Plano Real, podemos citar, principalmente, o agravamento de problemas nas contas externas, a elevação da taxa de desemprego e reduções dos níveis de rendimento.

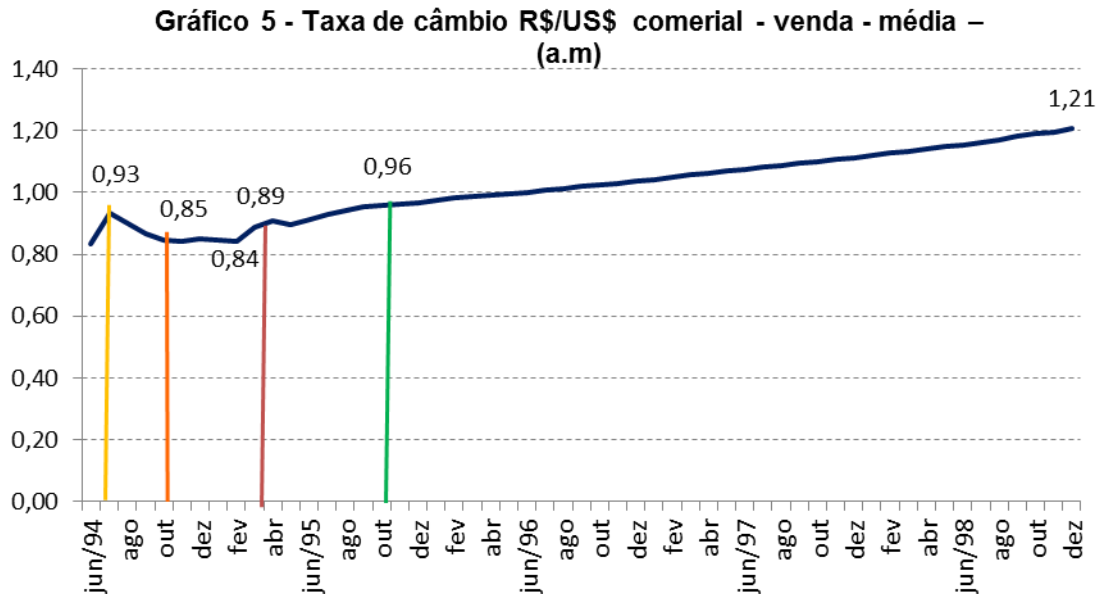
“A economia brasileira repetiria a trajetória mexicana e argentina em alguns pontos importantes, combinando sucesso inicial no combate à inflação com elevados déficits externos e forte dependência de fluxos voláteis de capital internacional.” (Batista Jr, 1996 p 129)

3.2.1) Desequilíbrio externo

Conforme vimos no capítulo 2, a política cambial brasileira passou por 4 fases e, em todas elas, o Real se manteve sobrevalorizado. Conforme gráfico abaixo, podemos observar que a primeira e segunda fase, de julho de 1994 até fevereiro de 1995, se caracterizaram pela apreciação do Real, onde a taxa de câmbio alcançou o piso de 0,84%.

Em função da sobrevalorização do Real e da crise mexicana em dezembro de 1994, na terceira fase, foram feitas flexibilizações como desvalorização da taxa de câmbio em 5% pelo BCB (saiu de 0,84 em fevereiro de 1995 para 0,91 em março do mesmo ano) e também foram adotadas minibandas para flutuação.

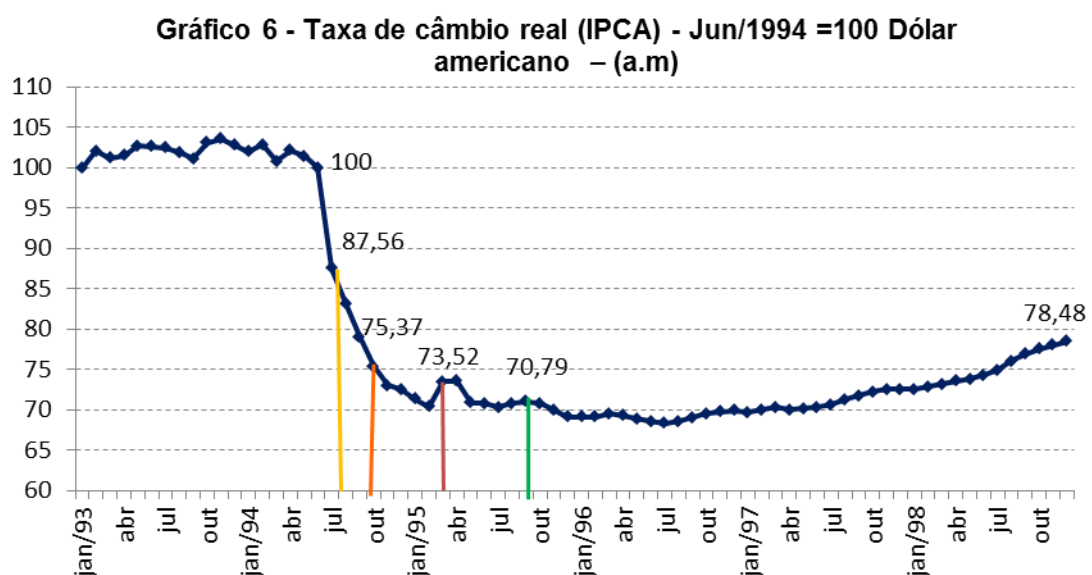
A quarta fase se iniciou com a taxa de câmbio comercial a 0,95 e podemos observar que o Real continuou sofrendo depreciações até atingir o patamar de 1,2 em dezembro de 1998, significando uma desvalorização de 29% em relação à taxa de câmbio anterior à adoção do regime de metas cambias.



Fonte: Ipeadata.

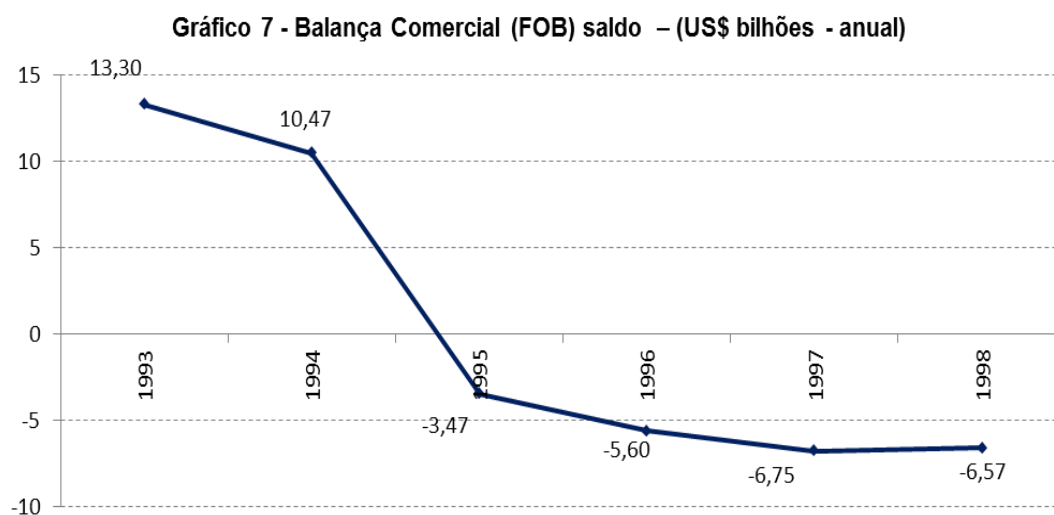
De fato a taxa de câmbio real sobrevalorizada incentiva a importação de bens e serviços e desestimulara a exportação, revertendo, desta forma, o saldo positivo na Balança Comercial e aprofundando os saldos negativos na conta de Transações Correntes (Balança Comercial + Balança de Serviços + Transferências Unilaterais).

O Brasil estava usando a política cambial, primordialmente, para convergir à inflação doméstica à inflação internacional, gerando a perda da competitividade internacional e desequilíbrios no balanço de pagamentos em conta corrente (Batista Jr, 1996).



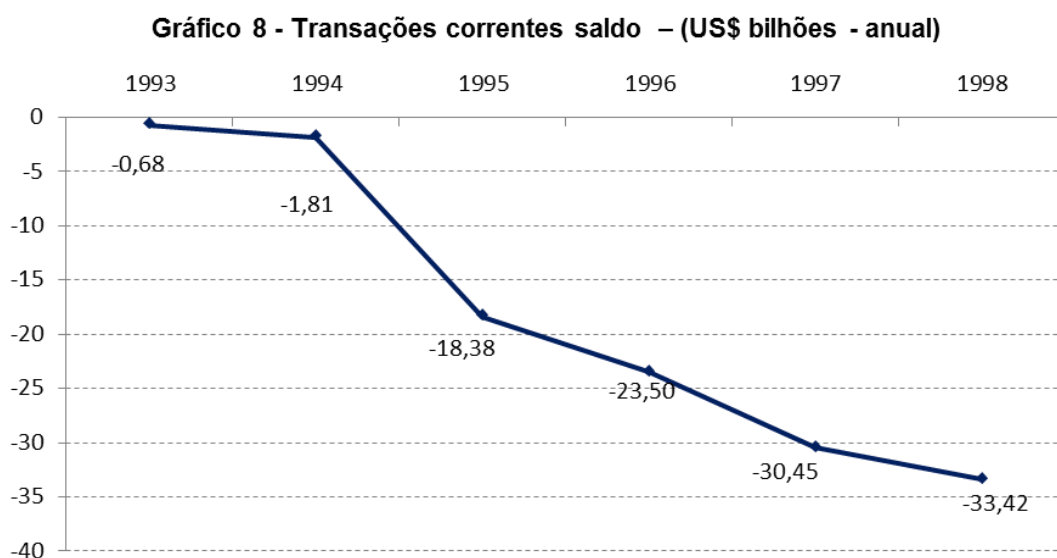
Fonte: Banco Central do Brasil

Conforme gráfico 7, o saldo da Balança Comercial, que até 1994 apresentava um superávit de US\$ 10,4 bilhões, se tornou deficitário a partir de 1995 (US\$ 3,5 bilhões) e verificando-se, no final de 1998, um déficit de US\$ 6,6 bilhões.



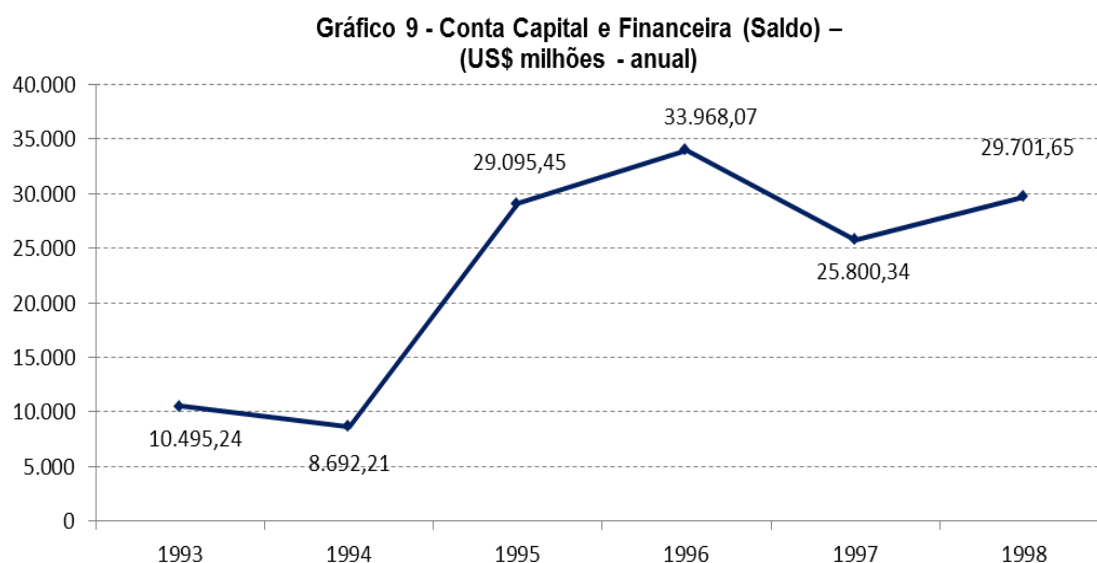
Fonte: Ipeadata

Os saldos negativos da balança comercial junto com os déficits crônicos da balança de serviços contribuíram para a deterioração do saldo em transações correntes, que passou de um déficit de 0,7 bilhões de dólares em 1993 para um déficit de US\$ 33,4 bilhões em 1998.



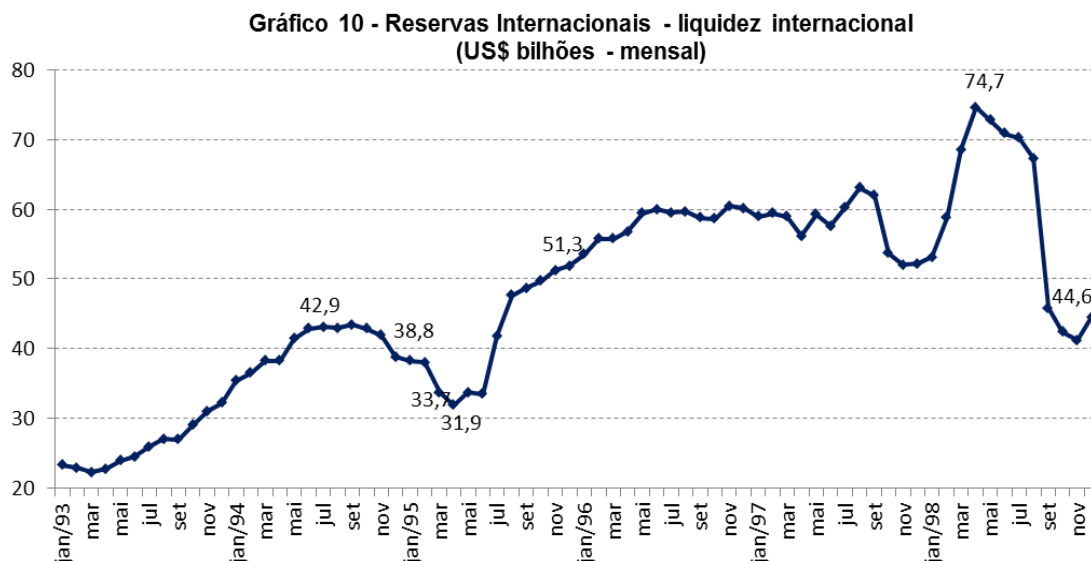
Fonte: Ipeadata

Os déficits crescentes na balança comercial e na conta corrente – resultado do câmbio sobrevalorizado e da concorrência de produtos importados – foram compensados por superávits na conta financeira, gráfico 9, com o crescimento da entrada líquida de capitais no país, devido à situação de grande liquidez dos mercados financeiros internacionais e à retomada de financiamento para os países emergentes. A abertura financeira implementada pelo governo aliada aos altos juros praticados permitiu que os capitais fluíssem para o país sem obstáculos (Silva, 2002 p 13).



Fonte: Ipeadata

A partir de 1995, o saldo positivo na Conta Capital e Financeira deu saltos sucessivos. Isso se deveu, sobretudo, ao crescimento dos empréstimos e financiamentos, mas, também, em virtude do retorno do capital estrangeiro na forma de investimentos diretos, associados às privatizações e às aquisições de empresas nacionais, fragilizadas pela abertura comercial e / ou pelas altas taxas de juros.



Fonte: Ipeadata

Em junho de 1994, na data de início do Plano Real, o Brasil tinha US\$ 42,9 bilhões em reservas internacionais e, em dezembro, este numero reduziu para 38,8 bilhões de dólares. Com a crise mexicana no final de 1994, houve uma queda no fluxo de reservas internacionais para países emergentes como o Brasil e, conseqüentemente, a quantidade de capital estrangeiro disponível no Brasil continuou caindo até abril de 1995 (US\$ 31,9 bilhões), antes de começar a se recuperar em função da reação oficial (Giambiagi, 2011 p 167).

Como consequência das medidas escolhidas, houve um aprofundamento da dependência internacional e colocou-se o Brasil em uma situação extremamente vulnerável frente a qualquer evento negativo no plano internacional que resultasse em expressiva fuga de capitais e pressões sobre a taxa de câmbio.

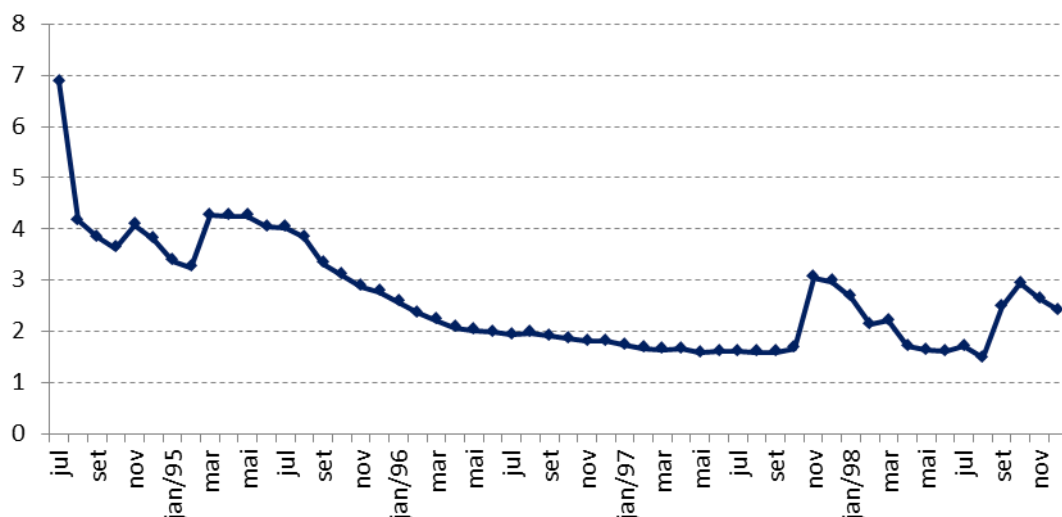
O crescimento, a partir de 1994, da vulnerabilidade externa do país e fragilidade do setor público levou a saída de capitais e à crise cambial que se manifestou no inicio de 1999 (Filgueiras, 2003 p 1).

3.2.2) Problemas no lado real da economia

Durante o Plano Real, a taxa de juros nominal se manteve elevada, conforme gráfico 9. A manutenção da taxa Selic nestes patamares se deveu a duas motivações

distintas: (i) represar a poupança financeira e desestimular a procura de crédito por parte das famílias e empresas; (ii) atrair e conter o capital externo, condição necessária para a sustentabilidade do plano de estabilização – ampliação da reservas internacionais (Belluzzo e Almeida, 1999 p 80).

Gráfico 11 - Taxa de juros - Over/ Selic - (% a.m)



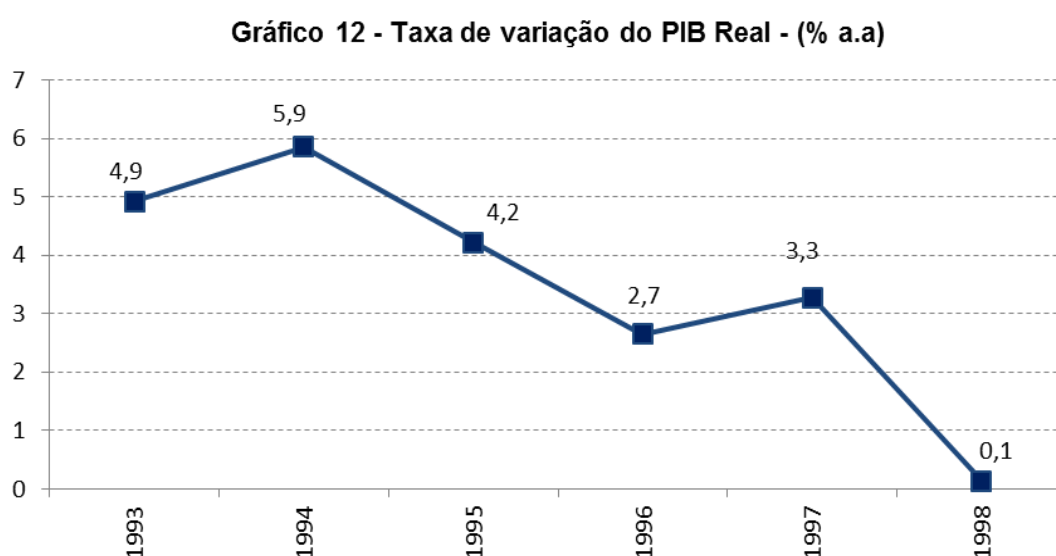
Fonte: Ipeadata

Conforme Filgueiras (2003), a atração de capitais externos ao Brasil para equilibrar as contas externas exigiu a abertura financeira, cedendo facilidades operacionais e tributárias para os investimentos estrangeiros e uma política de taxa de juros permanentemente elevadas, além da privatização do patrimônio público (Filgueiras, 2003 p 2).

Em março de 1995, podemos perceber um aumento das taxas de juros como uma das medidas necessárias para atrair capital externo e garantir a estabilização do Plano Real.

“As taxa de juros nominais, já então expressas em bases anuais, passaram de 21% para 43% em outubro de 1997, e de 19% para 42% - após uma curta “nova lua de mel” com os mercados internacionais – em setembro/outubro de 1998. A eficácia do remédio, porém, era cada vez menor.” (Giambiagi, 2011 p 168)

O aumento da taxa de juros ou do diferencial de juros para atrair capital externo tornou-se uma exigência constante. A entrada de capitais externos, atraídos pelas altas taxas de juros, aumentava a base monetária que, uma vez esterilizada (para evitar efeitos vistos como inflacionários), ocasionava a manutenção ou o aumento da sobrevalorização da moeda nacional. Se por um lado a entrada de capitais sobrevalorizando o câmbio era útil para baixar a inflação, por outro a manutenção de taxas de juros enormes dificultava ao longo do tempo o crescimento da economia (Silva 2002, pp 13).

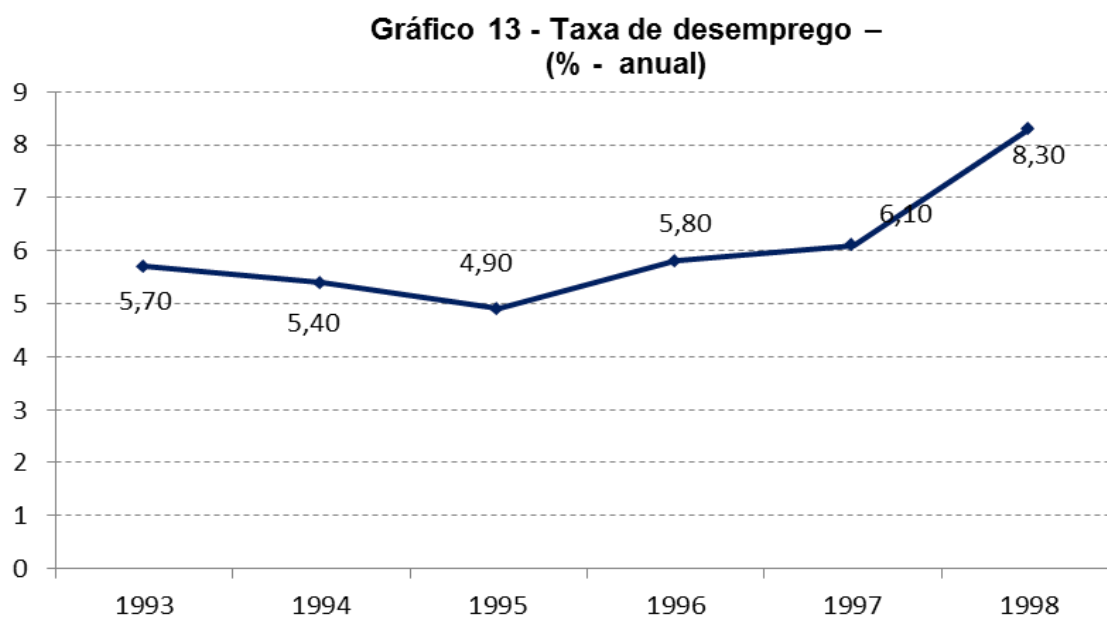


Fonte: Ipeadata

O gráfico 12 apresenta os dados da taxa de variação do PIB Real e em 1994, cujo segundo semestre fez parte da fase inicial de adoção da nova moeda, o PIB cresceu 5,9%. Com as medidas tomadas pelo Governo em março de 1995, tendo por objetivo responder à crise do México, a taxa de crescimento do PIB se reduziu para 4,42%. Em 1996, a desaceleração fica mais clara e o PIB cresce a uma taxa de 2,2%. Podemos notar uma pequena recuperação em 1997, alcançando o crescimento de 3,4% ao ano. Porém, a taxa de crescimento permaneceu com inclinação negativa atingindo uma variação do PIB de, apenas, 0,1% em 1998.

Em relação à taxa de desemprego, no primeiro momento, houve um crescimento junto à produção (gráfico 13) e nível de renda. Este período durou pouco tempo e o

baixo crescimento econômico implicou na elevação da taxa de desemprego, que deu um salto de 5,7% em 1993 para 8,3% em 1998, acompanhada, também, de uma queda no rendimento médio do trabalhador. “A queda do crescimento no Brasil foi responsável pela elevação da taxa de desemprego ao longo dos últimos anos.” (Silva 2002, pp 13)



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), Pesquisa Mensal de Emprego (PME) apud Ipeadata

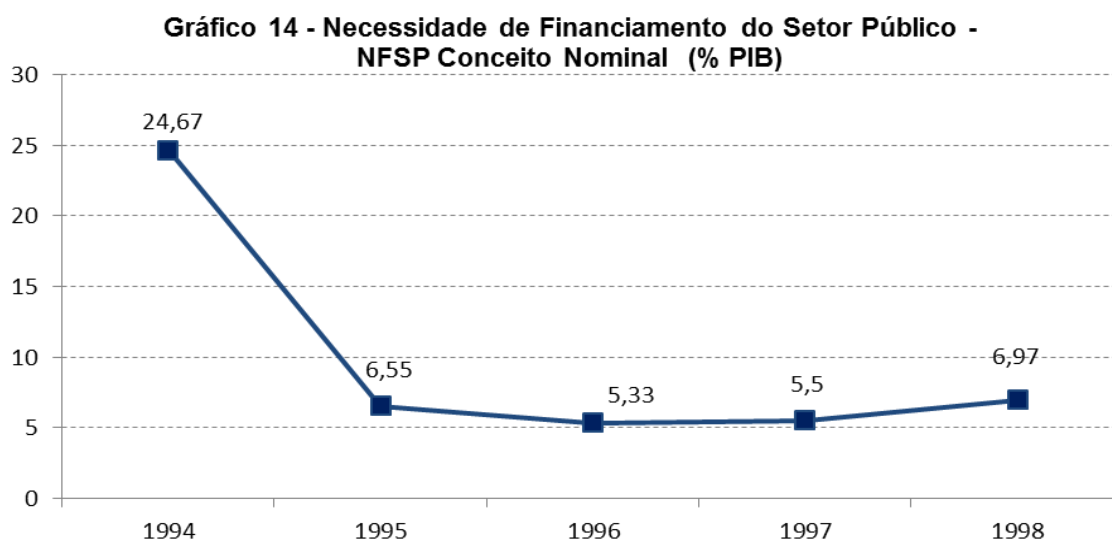
Ademais, o Plano Real e o regime de metas cambiais provocou ruptura das cadeias produtivas em vários setores da indústria, o que significou a eliminação de pontos de renda e emprego. Além disso, o modelo estava acompanhado de um crescimento bastante rápido do passivo, interno e externo da economia. Ao contrário dos anos 1960-70, quando eram financiados, direta e indiretamente, projetos destinados a substituir importações, a nova etapa de dependência financeira aumentou, consideravelmente, a vulnerabilidade da economia a choques externos (Belluzzo e Almeida, 1999 pp 86).

3.2.3) Desequilíbrio Fiscal

Os dados analisados até agora mostram que, embora os novos fluxos de capitais internacionais já estivessem disponíveis para os países “emergentes” desde o final dos anos 1980, a virada nas contas externas do Brasil só ocorreu, de fato, a partir do

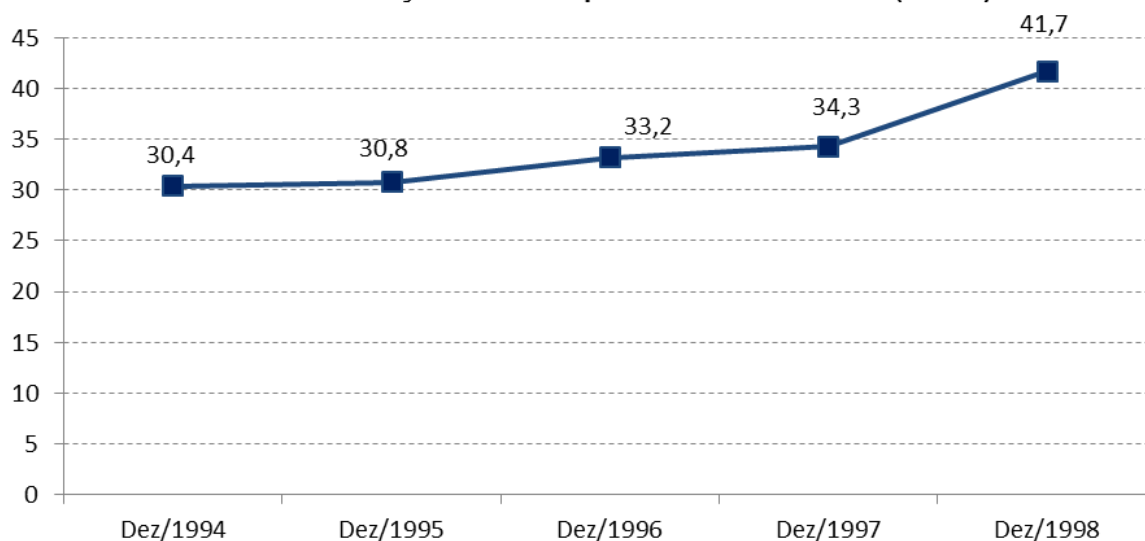
Plano Real. Assim, ela derivou de uma decisão política das autoridades econômicas do país, que escolheram o endividamento externo e interno, numa velocidade nunca antes vista, como instrumento de estabilização dos preços, aumentando dramaticamente a dependência externa do país (Filgueiras, 2000 pp 154).

Os juros altos tiveram a função de atrair o capital estrangeiro e manter âncora cambial, por outro lado ocasionaram deterioração das contas públicas e tiveram impacto desacelerador sobre a atividade econômica. Os elevados juros aplicados no Brasil foram consequências do risco-cambial que aumentou pós-crise mexicana (Souza, 1999 pp 42).



Fonte: Banco Central do Brasil

Conforme gráfico 14, podemos observar uma piora no resultado do déficit nominal, que caiu de 24,67% do PIB para apenas 6,97% em 1998. Segundo Giambiagi (2011), “A deterioração do resultado primário é o responsável por $\frac{3}{4}$ da piora enquanto que a despesas com juros reais corresponde apenas $\frac{1}{4}$.” (Giambiagi, 2011 p 172)

Gráfico 15 - Relação Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)

Fonte: Ipeadata apud Modenesi, 2005 p 333

Todavia, em relação à dívida líquida do setor público, podemos observar que estava teve uma trajetória ascendente fundamentalmente devido a manutenção da taxa de juros elevada, já que uma quantidade expressiva da dívida pública interna é indexada a esta taxa. (Modenesi, 2005 pp 333) A dívida líquida do setor público passou de 30,4% do PIB em 1994 para 33,2% em 1996 e atingiu 41,7% em 1998.

O sucesso no programa de estabilização e o crescente desajuste fiscal caminhavam juntos e eram resultados da mesma moeda, o Real. A rápida acumulação de capitais suscitou o crescimento acelerado da dívida pública, ampliando a fragilidade financeira em todas as esferas do governo (Belluzzo e Almeida, 1999 p 90).

A deterioração do quadro fiscal não significou o retorno da inflação, o plano Real foi muito bem sucedido ao reverter o processo da inflação crônica.

A política de estabilização via âncora cambial agravou a vulnerabilidade externa e o aprofundamento da fragilidade financeira do Estado. A política econômica escolhida apenas transferia o problema para um futuro imediato (Filgueiras, 2003 pp 3). Enquanto houvesse espaço para ampliação do endividamento, tanto externo como público, esta política teria continuidade (Giambiagi, 2011 p 174).

A adoção da âncora cambial foi possível, principalmente, devido ao bom cenário internacional e por um conjunto de fatores que possibilitaram ao Brasil manter reservas internacionais em níveis capazes de sustentar o regime.

As crises mexicana, asiática e russa, respectivamente, no final de 1994, ao longo de 1997 e em meados de 1998, fizeram com que o volume de reservas internacionais no Brasil reduzisse. Esse quadro é retratado no gráfico 10, onde verifica-se que as reservas internacionais caíram de 74 bilhões em abril de 1998 para 44 bilhões em dezembro do mesmo ano.

A deterioração dos indicadores internos, fiscais e da balança de pagamento somada a um contexto externo desfavorável, resultou em perda da credibilidade da âncora cambial. Assim, em 1999, foi abandonada a âncora cambial e o Banco Central adotou o regime de metas de inflação.

CONCLUSÃO

Conforme apresentado neste trabalho, a alta inflação, presente na economia brasileira desde a década de 1960 até a metade da década de 1990, era de natureza inercial devido ao sistema de indexação formal e informal.

Diversas propostas foram formuladas e colocadas em prática, porém, até início de 1993, nenhuma conseguiu uma solução duradora. Apenas em 1993, com o lançamento do Plano Real que a estabilidade de preços foi alcançada.

Diferente dos planos predecessores, o Plano Real inicialmente considerava o excessivo gasto público como um ponto de atenção que seria tratado com a implantação do FSE e PAI. Apesar das medidas estabelecidas, o ajuste fiscal foi pouco eficaz, pois nenhum dos instrumentos conseguiu assegurar um equilíbrio fiscal duradouro, o que coloca em dúvida se este era uma condição para garantir a estabilidade dos preços.

A reforma monetária consistiu na implementação de um indexador universal que inicialmente exercia apenas a função de unidade de conta, mas, em 1º de julho de 1994, tornou-se uma moeda plena.

A última fase do Plano Real caracterizou-se pela adoção de âncoras cambiais, uma vez que a adoção do regime de metas monetárias foi fracassada. O regime de metas cambiais se iniciou com um regime de flutuação cambial, seguido por uma taxa de câmbio fixa. Posteriormente, a âncora cambial adotada foi flexibilizada para um regime de bandas cambiais, começado com banda rastejante e passando a banda deslizante.

A conjunção do processo de abertura comercial com a manutenção do Real artificialmente sobrevalorizado tornou os bens nacionais relativamente caros em relação aos internacionais, o que exerceu forte pressão sobre o nível geral de preços, contribuindo diretamente para a queda da inflação. Por outro lado, se verificou um desequilíbrio externo, pois a dependência externa aumentou, o Saldo

da Balança comercial saiu de uma situação superavitária para deficitária e houve um aumento da vulnerabilidade externa.

Em função da sobrevalorização do Real era necessário atrair capitais e aumentar a quantidade de reservas internacionais, que foram sustentadas por elevadas taxas de juros. A manutenção das taxas de juros em patamares elevados resultou no agravamento das contas públicas, o qual pode ser comprovado pelo aumento dos déficits nominais e da dívida do setor público. Além disso, a manutenção das elevadas taxa de juros resultou em desaceleração da economia (queda da variação do PIB) e aumento da taxa de desemprego.

Assim, o êxito no combate a inflação, que até então era o principal objetivo, deixou de ser a prioridade devido aos problemas ocasionados pela a adoção do modelo de âncora cambial. Os desequilíbrios decorrentes de sua adoção combinados com crises internacionais (dificuldade do financiamento externo) acabaram por determinar o seu fim.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARIDA, P.; LARA-RESENDE, A. Inflação inercial e reforma monetária no Brasil. In: ARIDA, P. (Org.) Inflação zero: Brasil, Argentina e Israel. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.
- BACHA, E. Plano Real: uma avaliação preliminar. Revista do BNDES, n. 3, junho, 1995.
- _____. Plano Real: uma segunda avaliação. In: O plano real e outras experiências de estabilização. Brasília, Ipea e Escritório da Cepal no Brasil, 1997.
- BARROS DE CASTRO, L. Esperança, Frustração e Aprendizado: A História da Nova República (1985-1989). In: GIAMBIAGI et. al. (org.) Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010. 2ª ed. Rio de Janeiro, Elsevier, 2011a.
- _____. Privatização, Abertura e Desindexação: A Primeira Metade dos Anos 90 (1990-1994). In: GIAMBIAGI et. al. (org.) Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010. 2ª ed. Rio de Janeiro, Elsevier, 2011b.
- BATISTA JR., P.N. Reforma monetária com âncora interna: uma alternativa à dolarização. Indicadores Econômicos FEE, v.21(2), 1993a.
- _____. Dolarização, âncora cambial e reservas internacionais. Revista de Economia Política, v.23(3), 1993b.
- _____. O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina. Estudos Avançados 10 (28), 1996.
- BELLUZZO, Luiz G.; ALMEIDA, Júlio G. Plano Real: do sucesso aos impasses. Economia Aplicada, v.3, n. especial, 1999
- BRESSER-PEREIRA, L.C. A economia e a política do Plano Real. Revista de Economia Política, v.14, n.5(56), outubro-dezembro, 1994.
- FILGUEIRAS, L. História do Plano Real. São Paulo: Boitempo Editorial, 2006.
- FRANCO, G. Alternativas de estabilização: gradualismo, dolarização e populismo. Revista de Economia Política, v.13, n.2(50), abril-junho, 1993.
- _____. O Plano Real e outros ensaios. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.
- GIAMBIAGI, F. Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos; Os Anos FHC (1995-2002). In: GIAMBIAGI et. al. (org.) Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010. 2ª ed. Rio de Janeiro, Elsevier, 2011.
- LARA-RESENDE, A. A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. In: Revista de Economia Política, v.5, n.2, abril-junho, 1985.

_____, A. O conselho da moeda: um órgão emissor independente. Revista de Economia Política, v.12, n.4(48), outubro-dezembro, 1992.

LOPES, F. O choque heterodoxo: combate à inflação e reforma monetária. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

MODENESI, A. Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real. Barueri: Manole, 2005.

OLIVEIRA, G. Brasil real: desafio da pós-estabilização na virada do milênio. São Paulo, Mandarim, 1996

SILVA, M. L. F. Plano Real e âncora cambial. Revista de Economia Política, v.22, n.3 (87), julho-setembro, 2002

SIMOSEN, M. H. 30 anos de indexação. Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, 1995